

[2009.11.24]

消费——现实抑或想象？

——12 月行业配置策略

本报告导读： 担忧大消费板块的过度乐观预期。12月建议强烈超配建材、证券、机械，超配医药、电子、保险、房地产、钢铁、银行。

摘要：

- **上月回顾——两种错误：**上月配置组合收益率 7.4%，略微跑输市场收益率 7.6%。检讨上月的配置效果，我们正确的超配了钢铁、商贸零售，低配石化、有色、通信运营等行业；但超配的银行、保险涨幅落后，食品饮料、公用事业两个涨幅居前的行业我们也没有把握住。

上月的平衡型配置思路是正确的。但我们犯了两种错误：一是平衡型配置中选择了医药而非食品饮料，说明我们的跟踪系统对短期行业热点把握的准确度还很欠缺，尤其是如何跟踪和宏观基本面联系相对不大的消费类行业的投资机会。二是配置模型的结构性问题。虽然对银行超配的比例不大（17%），但银行的流通市场占比非常庞大（24.4%），因此银行的超配百分点达到 4.18，对组合收益的影响非常大。银行股作为特大权重的大盘股，其投资机会已经不能单单用行业基本面来把握，也需要去关注市场的流动性充裕、大小盘风格等。

- **配置环境——消费：现实抑或想象？**我们认同消费板块的防御价值、稳定增长价值，非常喜欢具有优秀盈利模式和成长能力的消费服务类企业，并在四季度配置策略中超配了相对于业绩稳定增长有估值优势的家电、零售行业。但站在目前时点上，我们担心大消费板块所谓的“战略价值”、“稀缺价值”是想象多于现实。（1）从目前数据看，中国整体消费增速的回升，消费对 GDP 贡献率的上升，更多是一种周期性回复，很难说已经出现爆发性增长。（2）国际经验比较发现，在经济高速增长期，消费占比很难明显提升。现在的中国大体上类似于日本的 1960 年代中期水平，整体消费比重明显上升的大条件还不具备。（3）汽车、家电明年行业景气仍将不错，但业绩弹性相比今年将下降，市场对其不断上调业绩预期，可能重犯就目前趋势线性外推的错误，而显得过度乐观。

- **12 月份配置组合建议：**

表 1: 12 月份行业配置评级建议表（配置比例详见内文）

配置评级	行业
强烈超配	建材、证券信托、机械设备
超配	医药、电子硬件、保险、房地产、钢铁、银行
平配	煤炭、商贸零售、轻工制造、建筑、家电、通信设备
适度低配	纺织服装、石化、基础化工、农林、电气设备、餐饮旅游、综合、广告传媒、软件、食品饮料、交运设备、有色
低配	交运、化纤、公用事业、通信运营

国泰君安证券

张林昌

021-38676702

zhanglinchang@gtjas.com

赵媛媛

021-38674602

zhaoyuanyuan007984@gtjas.com

张昂

021-38676434

zhangang@gtjas.com

江亚琴

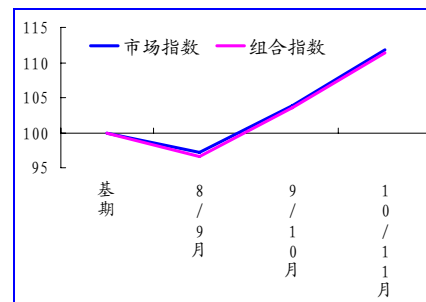
021-38674622

jiangyaqin@gtjas.com

王成

021-38676820

wangcheng6461@gtjas.com

**相关报告**

国际环境中的中国行业—10-11 月份行业配置策略

经济增长动力转换苗头初现—9 月份行业配置策略

超配中游制造—8 月份行业配置策略

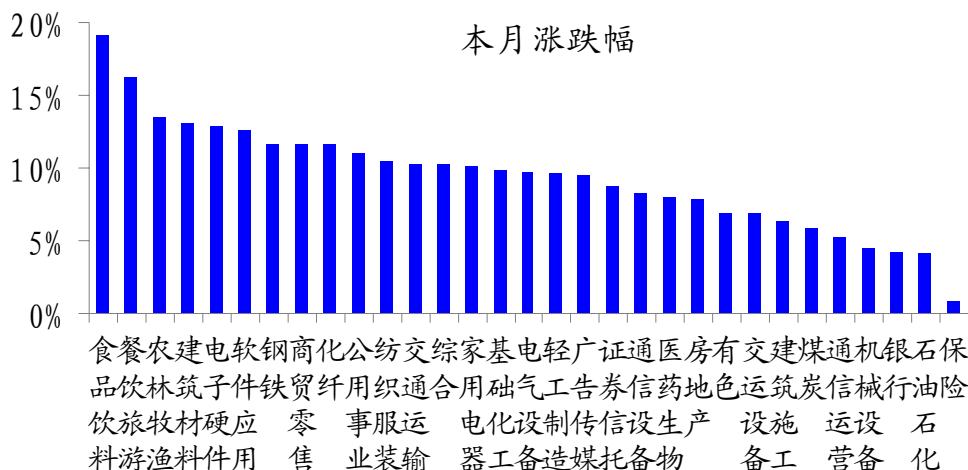
顺水，如何推舟？—下半年行业配置策略报告

对话行业研究员系列报告

1. 上月配置回顾：犯了两个种错误

本月（11月2日至11月20日）A股市场继续上涨录得7.6%的上涨。餐饮、旅游、农林、建材、电子、软件、钢铁、零售等行业涨幅居前；而保险、石化、机械、通信运营、煤炭等行业表现较差。

图 1：本月行业涨跌幅：餐饮、旅游、农林、建材等行业涨幅居前

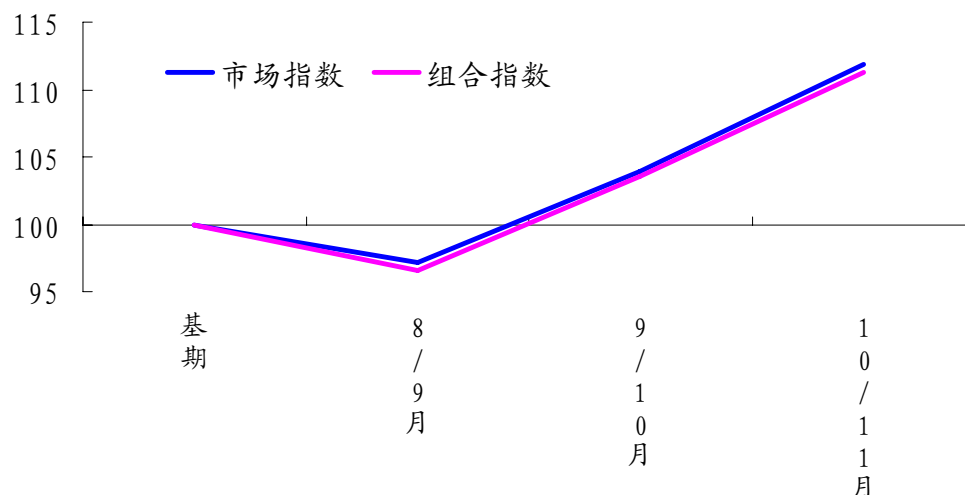


注：区间涨跌幅=11月20日总市值/11月2日总市值

我们的配置组合收益率（配置组合收益率=Σ行业收益率*行业建议配置比例）7.4%，略微跑输市场（市场收益率是7.6%，市场收益率=Σ行业收益率*行业期初流通市值比例）。检讨上月的配置效果，我们正确的超配钢铁、商贸零售，低配石化、有色、通信运营等行业；但超配的银行、保险涨幅落后，食品饮料、公用事业两个涨幅居前的行业我们也没有把握住。

回顾11月的配置思路，当时我们认为在处于调整期，市场风格混沌不明的情况下，应该实行周期与防御相对均衡的平衡型配置。根据我们对各行业“驱动力—信号”跟踪系统，既超配了钢铁、机械、金融等周期性行业，也超配了商贸零售、医药生物、建筑等防御性行业。现在看来，平衡型配置思路是正确的，我们超配钢铁、低配有色石化也取得了超额收益。但我们犯了两种错误：一是平衡型配置中选择了医药而非餐饮，说明我们的跟踪系统对短期行业热点把握的准确度还很欠缺，尤其是如何跟踪和宏观基本面联系相对不大的消费类行业的投资机会。二是配置模型的结构性问题。虽然对银行超配的比例不大（17%），但银行的流通市场占比非常大（24.4%），因此银行的超配百分点达到4.18，对组合收益的影响非常大。银行股作为特大权重的大盘股，其投资机会已经不能单单用行业基本面来把握，也需要去关注市场的流动性充裕、大小盘风格等。用我们每日酷图《银行股的涨跌背景》的话说是“银行业分析员不仅是一名行业分析员，还能顶半个策略分析员。”

图 2: 11 月份, 我们的配置组合指数略微跑输市场指数



注: 基期指数=100, 当月指数=上期指数* (1+本期收益率),

表 2: 11 月配置效果检讨: 石化、钢铁贡献正收益, 银行严重拉低组合表现

	涨跌幅	超配百分点	配置效果
石油石化	4.08%	-1.85%	6.59%
钢铁	11.61%	0.99%	3.91%
商贸零售	11.59%	0.76%	2.99%
有色	6.82%	-1.86%	1.53%
通信运营	5.31%	-0.64%	1.48%
交通运输	10.27%	0.24%	0.62%
建筑材料	13.15%	0.06%	0.33%
农林牧渔	13.49%	0.05%	0.30%
证券信托	8.72%	0.26%	0.28%
医药生物	7.96%	0.80%	0.26%
交运设备	6.81%	-0.27%	0.22%
房地产	7.85%	0.82%	0.17%
化纤	11.58%	0.04%	0.14%
家用电器	10.08%	0.01%	0.04%
通信设备	8.26%	-0.11%	-0.07%
广告传媒	9.48%	-0.07%	-0.13%
餐饮旅游	16.29%	-0.02%	-0.15%
建筑施工	6.37%	0.25%	-0.32%
煤炭	5.88%	0.25%	-0.44%
轻工制造	9.64%	-0.25%	-0.49%
综合	10.24%	-0.19%	-0.51%
软件应用	12.57%	-0.12%	-0.60%
机械设备	4.44%	0.27%	-0.88%
基础化工	9.83%	-0.42%	-0.91%
电气设备	9.71%	-0.47%	-0.97%
纺织服装	10.52%	-0.34%	-0.99%
电子硬件	12.92%	-0.72%	-3.80%
保险	0.88%	0.58%	-3.90%

食品饮料	19.19%	-0.36%	-4.14%
公用事业	11.06%	-1.89%	-6.46%
银行	4.25%	4.18%	-14.20%

注：按照配置效果系数排序，配置效果系数=（行业当期收益率-市场收益率）*建议超配比例；
建议超配比例=建议配置比例-期初行业流通市值比例

2. 12 月份配置环境：消费——现实抑或想象？

资本市场（尤其是中国 A 股市场）最善于发现和挖掘投资的故事。从 2008 年底的基建受益，年初的低碳经济、流动性受益，到年中的通胀预期受益、本币升值受益。8 月份市场调整以来，大消费板块的“投资价值”被市场陆续挖掘：从一开始市场调整中的防御价值，到展望 10 年的稳定增长价值，再到现在的“消费带动中国崛起”、“中国将进入新的消费高速增长期”的战略价值和消费板块市值小的稀缺价值。我们认同消费板块的防御价值、稳定增长价值，非常喜欢寻找具有优秀盈利模式和成长能力的消费服务类企业，并在四季度配置策略中超配了相对于业绩稳定增长有估值优势的家电、零售行业。但站在目前时点上，我们担心所谓的“战略价值”、“稀缺价值”是想象多于现实。

（1）中国消费是进入爆发性增长还是周期性回复？

中国居民人均消费支出实际累计同比增速在 2008 年金融危机中降到历史低点。随后在政府“拉动内需”的强有力政策刺激下，2009 年消费性支出增速迅速回升到历史均值水平。从消费细分项分析，增速上升比较明显的是消费中的汽车、家电、石油及制品类等周期性部分，餐饮、服装、日用品类等消费中的稳定部分变化不大。在剔除季节性因素后，中国居民支出占收入比重的下降趋势并未出现显著意义的变化。从 GDP 核算角度看，消费支出对 GDP 贡献率主要是因为净出口波动带来的被动变化。因此，从目前数据看，中国整体消费增速的回升，消费对 GDP 贡献率的上升，更多是一种周期性现象，而很难说已经出现爆发性增长。

图 3：居民消费支出增速从 2008 年谷底回到历史均值水平，居民支出占收入比重下降趋势未出现实质性变化

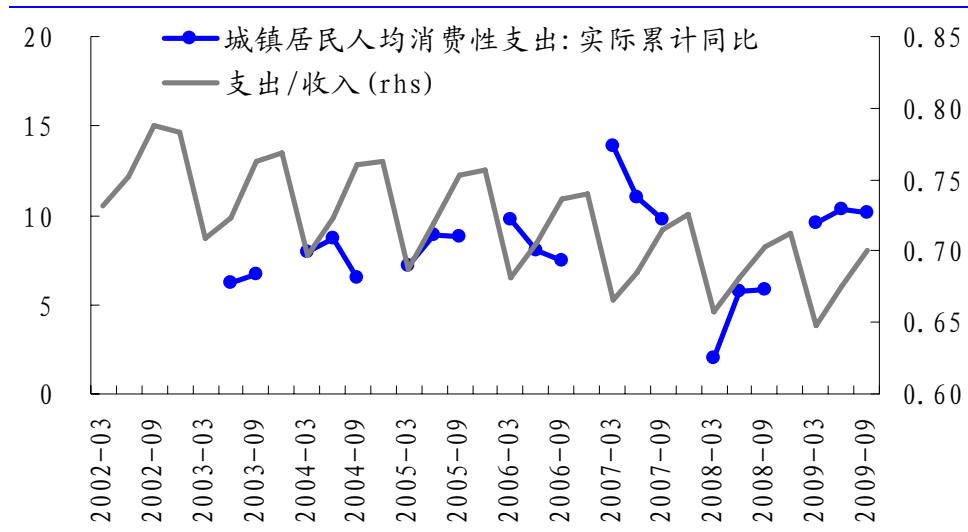


图 4: 汽车、家电、石油及制品类等消费中的周期性部分增速回升显著

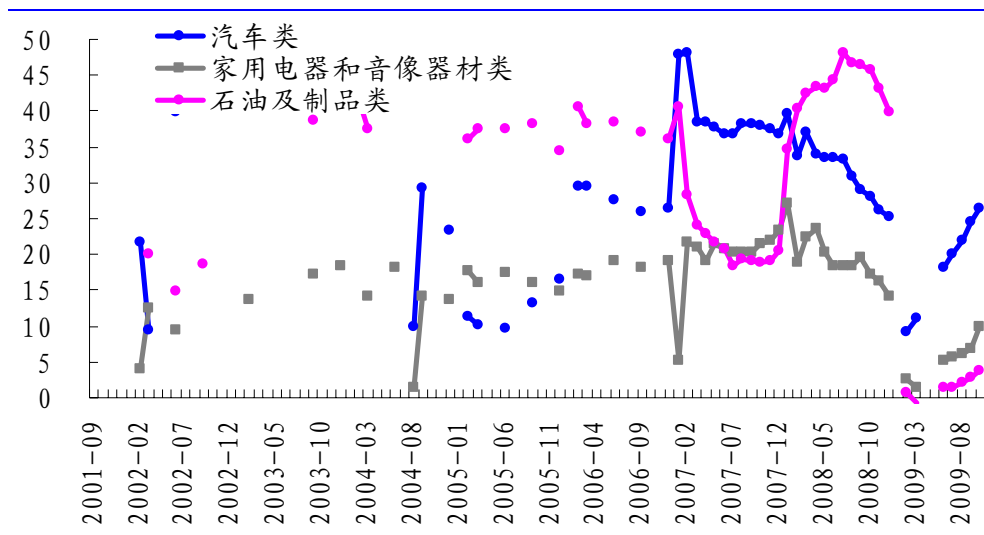


图 5: 餐饮、服装、日用品等消费中的稳定部分增速变化不大

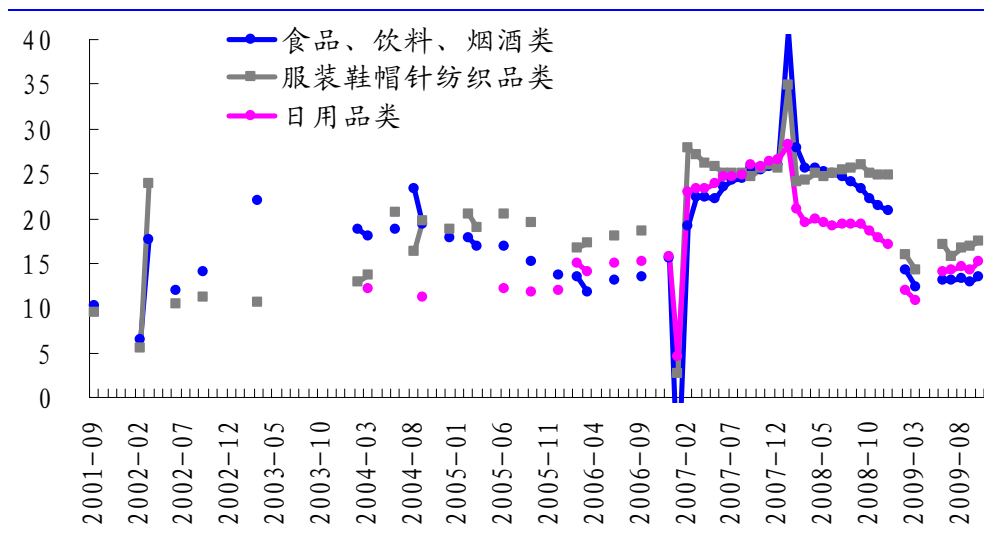
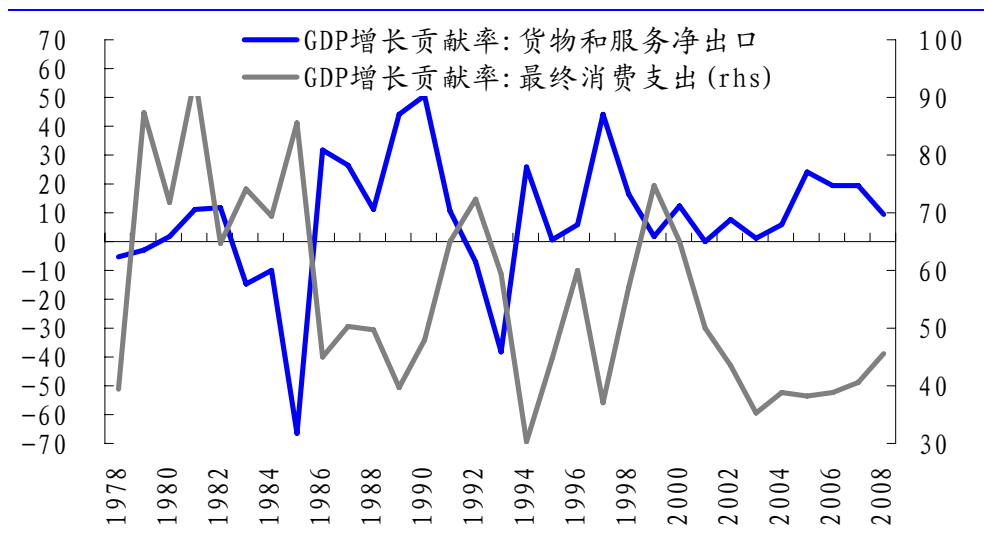


图 6: 消费支出对 GDP 贡献率主要是因为净出口波动带来的被动变化



(2) 美日的经验比较：消费一定强？

从美国、日本的历史经验看，在二战后美国经济增长的黄金时期，美国个人消费支出占 GDP 比重也仅是稳中略升：从 1952 年最低的 60.8%，上升到 1966 年的 62.4%。反而是在 20 世纪末出现较显著的上升，从 1997 年 67%，上升到 2002 年的 70.6%。日本在经济高速增长的 50-60 年代，消费占比明显下降。在经济实现转型后的 70 年代后期消费比重才有明显上升。观察美国消费细分数据，个人消费支出中非耐用品占比下降明显，而服务类占比迅速上升；服务类中，又以住房、医疗占比上升最为显著。

不同国家的制度社会环境不同，支出结构的演变也不尽然相同，不能简单依据人均 GDP 水平到某一水平就得出中国将进入消费型经济。总体的感觉是，中国经济仍处于工业化的中后期。从工业化、城市化、国际化、金融体系建设、资本自由化等多角度比较，现在的中国大体上类似于日本的 1960 年代中期水平，整体消费比重明显上升的大条件还不具备。

图 7：美国个人消费支出占 GDP 比重在二战后稳中略升

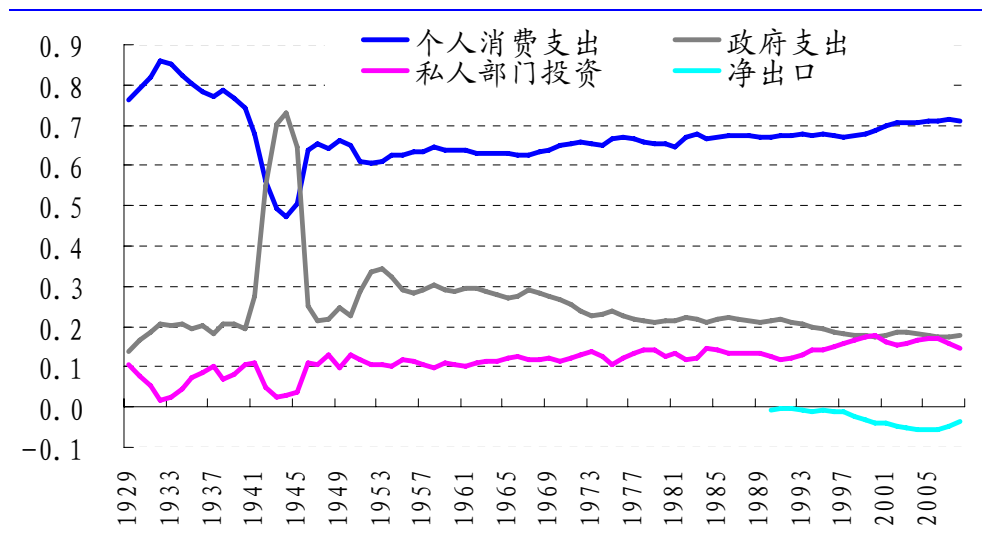


图 8：日本在经济高速增长的 50-60 年代，消费占比明显下降。在经济实现转型后的 70 年代后期消费比重才有明显上升

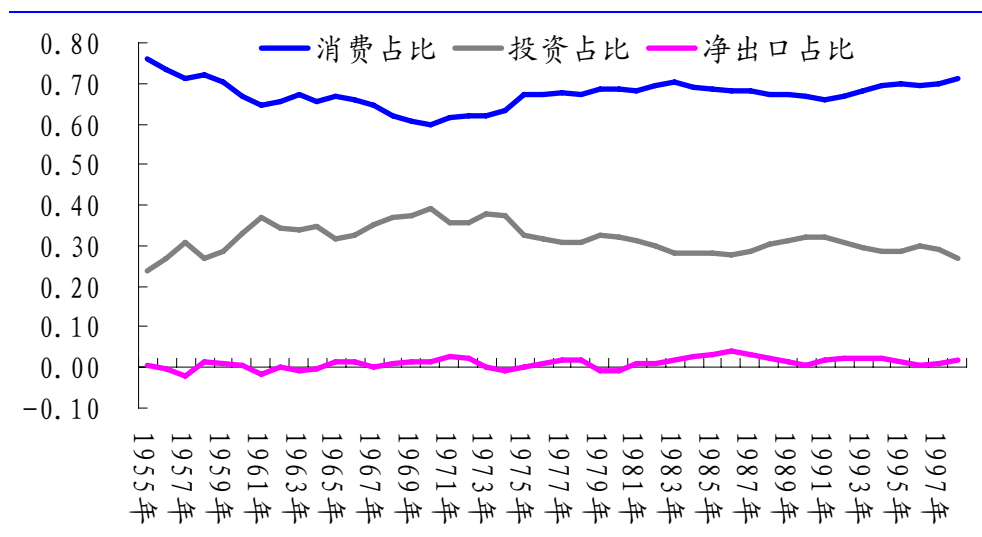


图 9: 个人消费支出中非耐用品占比下降明显, 而服务类占比迅速上升

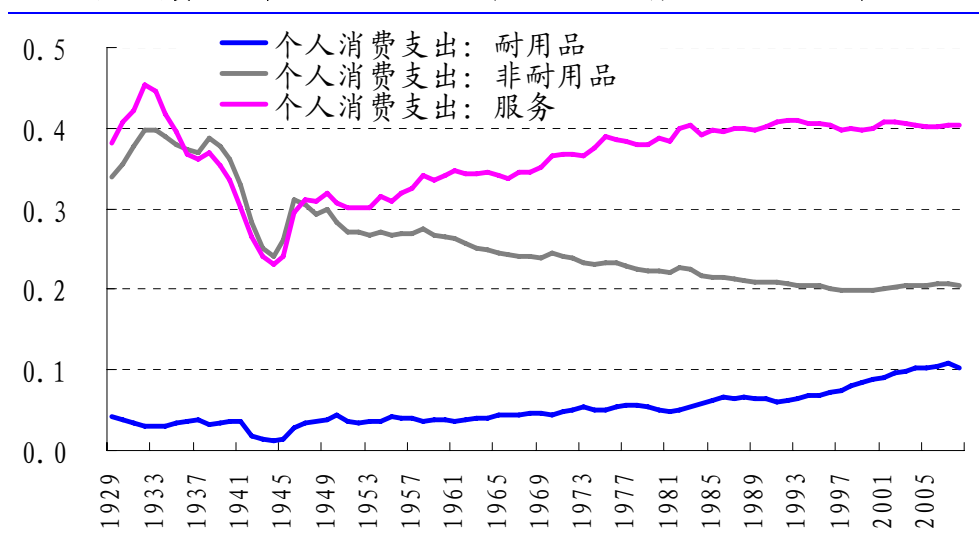
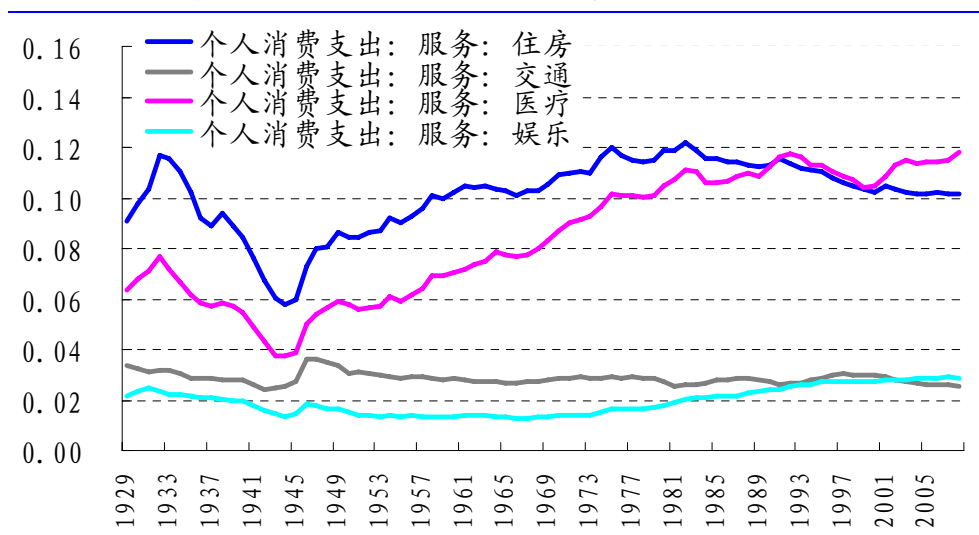


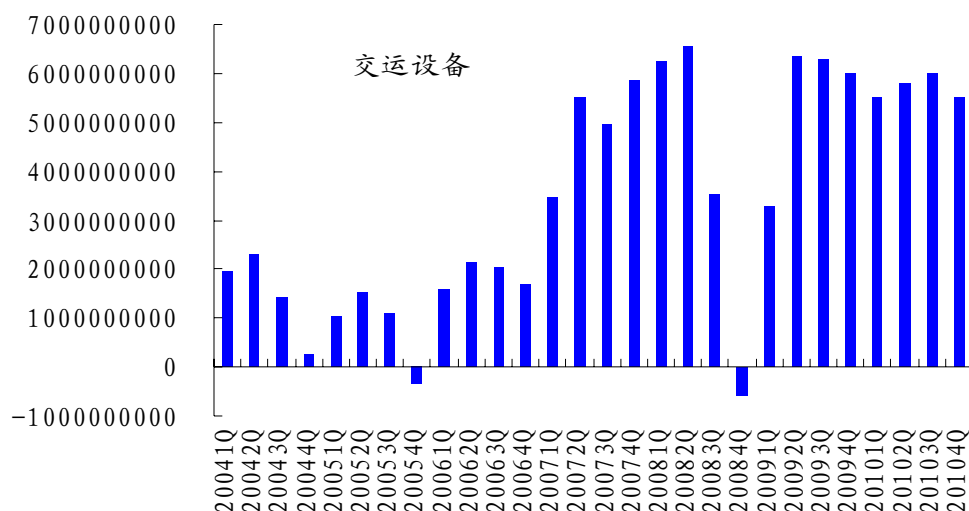
图 10: 服务类中, 住房、医疗占比上升最为显著



(3) 业绩预期: 是否重犯线性外推的错误?

2009 年 2 季度, 交运设备、家电行业的净利润已经超过或接近历史最高水平。市场卖方分析师对这两个行业的业绩预期也在持续上升。我们认同汽车、家电明年行业景气仍将不错, 但业绩弹性相比今年在下降, 因此担心市场的业绩预期是否重犯就目前趋势线性外推的错误而过度乐观了。

图 11: 2009 年 2 季度, 交运设备行业净利润接近历史最高值



注: 2009 年 2 季度后的数值为国泰君安行业研究员预测值, 下同

图 12: 2009 年 2 季度, 家电行业净利润超过历史最高值

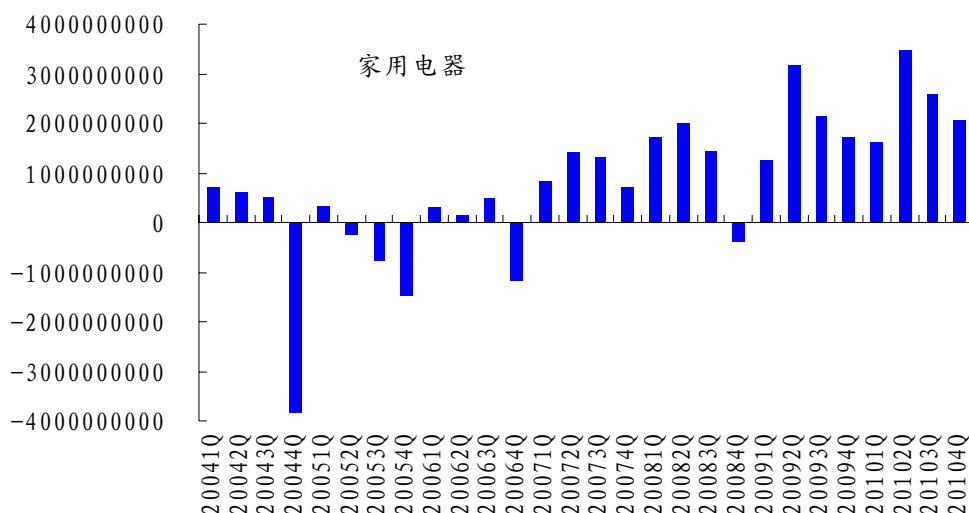
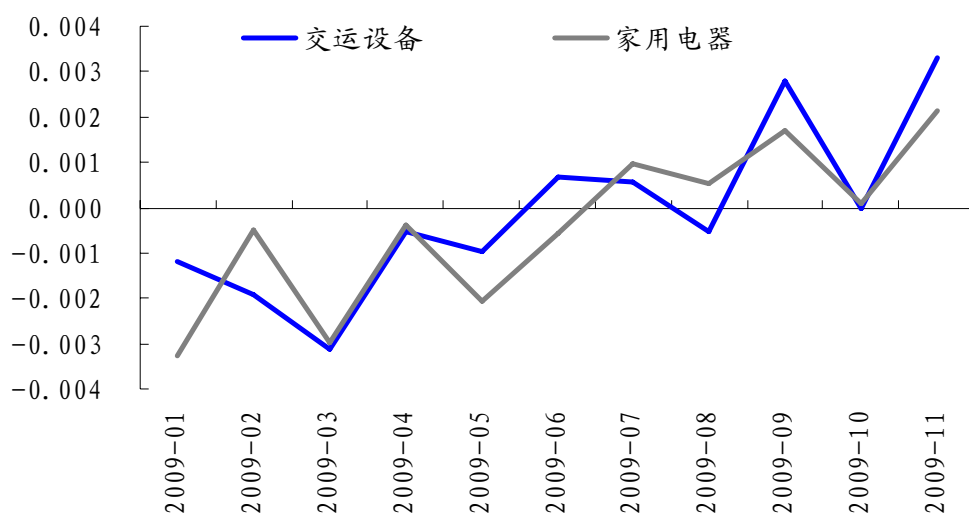


图 13: 汽车、家电行业的市场业绩预期持续上升



注: $RC = (\text{本月预测行业净利润} - \text{上月预测行业净利润}) / \text{总市值}$

3. 12 月份配置建议：推荐建材、券商、机械

我们的行业配置月报致力于提供详细连贯的行业配置方法方案。这种方法方案要具有前后一贯的投资指导思想、详细稳定的可持续跟踪的行业评价体系和能动的检讨修正机制。自月报推出以来，我们得到了很多的建议，也在做持续的改进。鉴于我们的配置组合和市场基准的偏离度较低，本期开始，我们将提高组合对市场基准的偏离度（当然，这也是风险与收益并存，如果我们配错了，也将输得更惨）。同时，有读者反映，相较于最终的结果，他更关心我们在每个评价细项中的行业比较的结果。因此，以后我们也将月报中提供每个评价细项的结果，对不同项目关注度不同的读者，可以给予不同的权重，从而得出自己的结论（读者如果需要我们的具体数据指标，可以和我们联系）。

本期，我们延续改版后的六个层面对各行业投资吸引力进行评价。从我们对各行业跟踪的具有重要领先意义的宏观指标变化看，基于 PMI、工业增加值、通胀（预期）、房地产新开工增速、货币供应量的向上指示作用依然很强，宏观面综合评价较高的行业分别是：煤炭、钢铁、机械、化工、建材、建筑、房地产、证券、保险等。行业面，从我们跟踪各行业内以量价变化为主的指标变化看，评价较高的行业分别是：煤炭、钢铁、保险、机械、化工、电子、软件、证券等。从评估短期促发事件对行业的影响看，评价较高的行业是：钢铁、建材、电气设备、医药生物、广告传媒、煤炭、电子、餐饮旅游、证券（各行业具体促发事件见附表）。从投资情绪维度（我们根据国泰君安行业研究员推荐、行业内公司投资评级调整、卖方盈利预测调整三个角度得出行业投资情绪评价）看，医药、证券、银行、建材、交运设备、家电、房地产、保险等行业的市场投资情绪最高。从市场动量（换手率变化）看，医药、餐饮旅游、轻工、化纤、纺织服装、综合等行业市场短期动量较大。从估值对比（根据绝对和相对估值对比得出）看，石化、钢铁、银行、建筑、建材、电子等行业估值优势比较明显。

表 3: 12 月份各行业投资吸引力评价细项情况:

行业分类	宏观面	行业面	投资情绪	估值对比	市场动量	促发事件	总分
石油石化	3.50	3.00	3.67	5.00	1.00	3.25	3.27
煤炭	4.80	4.20	3.00	2.00	2.00	3.50	3.54
钢铁	4.80	4.20	2.00	5.00	1.00	4.00	3.61
基础化工	4.20	3.80	2.00	2.00	4.00	3.00	3.24
化纤	3.00	3.00	2.67	1.00	5.00	3.00	2.93
有色	4.00	3.80	2.00	2.00	3.00	3.00	3.10
轻工制造	4.00	2.80	4.00	2.00	5.00	3.00	3.45
建筑施工	4.20	3.50	3.33	4.00	2.00	3.00	3.43
建筑材料	4.20	3.50	4.33	4.00	4.00	4.00	3.98
电气设备	3.50	3.00	3.33	3.00	2.00	4.00	3.22
机械设备	4.50	4.00	3.67	3.00	4.00	3.00	3.78
电子硬件	4.00	3.80	3.33	4.00	4.00	3.50	3.74
软件应用	3.00	3.80	2.33	3.00	4.00	3.00	3.17
通信设备	3.00	3.50	4.00	4.00	2.00	3.00	3.33
交通运输	3.50	3.50	2.67	4.00	1.00	2.50	2.98
交运设备	3.50	2.00	4.33	3.00	3.00	3.00	3.12

医药生物	3.00	3.00	5.00	3.00	5.00	4.00	3.75
食品饮料	3.00	3.50	3.67	3.00	2.00	3.00	3.16
农林牧渔	3.50	3.50	3.00	2.00	4.00	3.00	3.23
餐饮旅游	3.00	3.00	2.67	3.00	5.00	3.50	3.21
广告传媒	3.50	3.00	2.67	3.00	3.00	4.00	3.18
商贸零售	4.00	3.50	3.67	3.00	3.00	3.25	3.50
纺织服装	3.00	2.50	3.67	4.00	5.00	3.00	3.31
家用电器	3.00	3.50	4.33	3.00	3.00	3.00	3.39
房地产	4.20	3.20	4.33	4.00	3.00	3.25	3.69
证券信托	4.20	3.80	4.67	4.00	3.00	3.50	3.95
银行	4.00	3.20	4.67	5.00	1.00	3.00	3.58
保险	4.20	4.20	4.33	4.00	1.00	3.00	3.71
公用事业	2.00	2.75	2.00	2.00	2.00	2.00	2.19
通信运营	3.00	1.50	1.67	3.00	1.00	3.00	2.16
综合	3.00	3.00	3.02	3.00	5.00	3.00	3.20

根据各行业投资吸引力的排序，12月我们建议强烈超配建材、证券、机械，超配医药、电子、保险、房地产、钢铁、银行。

表 4: 12月国泰君安行业配置建议与重点公司推荐:

行业	投资评级	配置比例	基准比例	上月配置比例	重点推荐公司
建筑材料	强烈超配	2.54%	1.44%	1.42%	冀东、青松、亚泰、塔牌
证券信托	强烈超配	5.87%	3.44%	3.51%	广发三宝、中信、海通
机械设备	强烈超配	3.88%	2.70%	2.90%	三一、中联、徐工、天地、东力、安徽合力
医药生物	超配	5.81%	4.19%	4.70%	恒瑞、华东医药、康缘、中恒集团
电子硬件	超配	2.97%	2.16%	1.30%	士兰微、长电科技
保险	超配	3.18%	2.40%	3.23%	中国太保
房地产	超配	8.05%	6.15%	7.21%	卧龙地产、名流置业、北京城建、苏州高新
钢铁	超配	3.84%	3.22%	4.19%	三钢闽光、武钢股份
银行	超配	26.93%	23.27%	28.61%	兴业、深发展、民生、南京、工行
煤炭	平配	3.94%	3.60%	3.90%	西山、开滦、盘江、潞安、兖州、大同
商贸零售	平配	3.14%	2.99%	3.61%	重庆百货、王府井、小商品城、武汉中百
轻工制造	平配	1.00%	1.01%	0.67%	太阳纸业、华泰股份、博汇纸业
建筑施工	平配	1.99%	2.04%	2.14%	中铁、铁建、中铁二局
家用电器	平配	1.32%	1.42%	1.39%	格力、美的
通信设备	平配	0.79%	0.92%	0.83%	中兴通讯
纺织服装	适度低配	0.87%	1.04%	0.64%	报喜鸟、伟星、华孚色纺、七匹狼
石油石化	适度低配	5.46%	6.79%	5.23%	
基础化工	适度低配	2.75%	3.55%	2.94%	黑猫股份、盐湖钾肥、华鲁恒升、双环科技
农林牧渔	适度低配	0.98%	1.29%	1.22%	安琪酵母、绿大地、天宝股份
电气设备	适度低配	1.37%	1.82%	1.33%	特变电工、思源电气
餐饮旅游	适度低配	0.32%	0.42%	0.36%	首旅股份、中青旅、中国国旅
综合	适度低配	0.71%	0.96%	0.72%	
广告传媒	适度低配	0.44%	0.61%	0.51%	歌华有线、北巴传媒、出版传媒
软件应用	适度低配	0.60%	0.85%	0.64%	青岛软控、东华软件、恒生电子
食品饮料	适度低配	2.46%	3.52%	3.03%	五粮液、泸州老窖

交运设备	适度低配	2.37%	3.58%	3.13%	
有色	适度低配	2.44%	3.76%	2.07%	新疆众和
交通运输	低配	2.91%	5.23%	5.45%	中国远洋、中远航运、南航、国航、海航
化纤	低配	0.28%	0.54%	0.52%	海利得
公用事业	低配	0.61%	3.83%	1.89%	国电电力
通信运营	低配	0.20%	1.29%	0.70%	

表 5: 12 月投资评级变动较大的行业及其原因:

行业	本期评级	上期评级	变动原因
建材	强烈超配	平配	1、水泥价格扭转上月下跌势头，珠三角地区水泥价格迎来第五次涨价，水泥明年开春后有望继续涨价；2、发改委要求全面停建未开工水泥项目，缓解市场此前对行业过剩担忧；3、行业市场情绪上升明显。
证券信托	强烈超配	平配	1、市场震荡上扬，日均成交量突破 3000 亿，4 季度券商经纪、承销和自营有望超预期，目前估值已经反映佣金费率下滑预期；2、融资融券和股指期货推出预期有望明朗；3、市场投资情绪上升明显。
电子硬件	超配	低配	1、推动科技产业发展的相关配套政策出台。

建材	强烈超配	配置比例: 2.54%	基准比例: 1.44%	上月评级:	平配	配置比例: 1.42%	
模型因素	宏观驱动	中观跟踪	市场情绪	短期动量	估值对比	促发事件	总分
得分	4.20	3.50	4.33	4.00	4.00	4.00	3.98

上月月报里我们曾指出水泥行业由于房地产新开工高企，尤其是挖掘机略微领先水泥需求，今冬水泥市场将呈现“淡季不淡”的特征。本月水泥价格确有小幅上升。我们仍看好水泥行业基本面，与房地产新开工相对应，管桩单月产量增速自6月开始由负转正、累计由9月转正。这意味着8-9月开始房地产将开始逐步拉动水泥需求，而10月管桩产量再创新高，这意味着打地基项目大幅增加。但下月最大的风险在于12月中央经济工作会议的宏观政策基调，若货币基调转向紧缩将不利于水泥（可能性很小）。

建筑材料最新 PB3.25 倍，略高于历史平均水平。

图 14: 全国月水泥价格

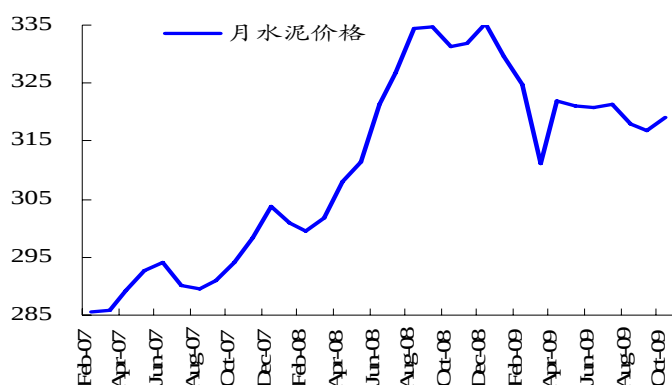


图 15: 全国水泥标煤价格差跌势已初步企稳

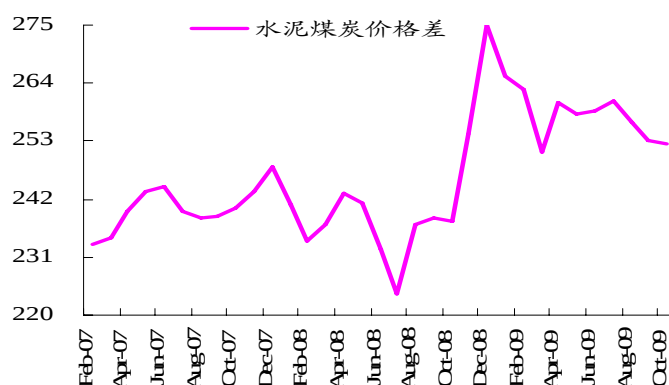


图 16: 建材价格滞后 M1 约 4 个季度

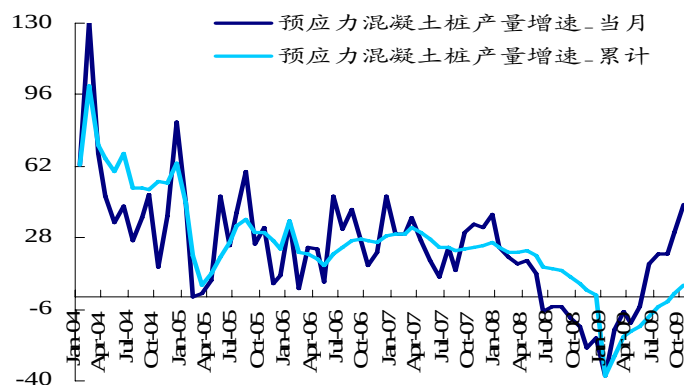


图 17: 10 月挖掘机产量同比增速攀升至 08 年以来高位

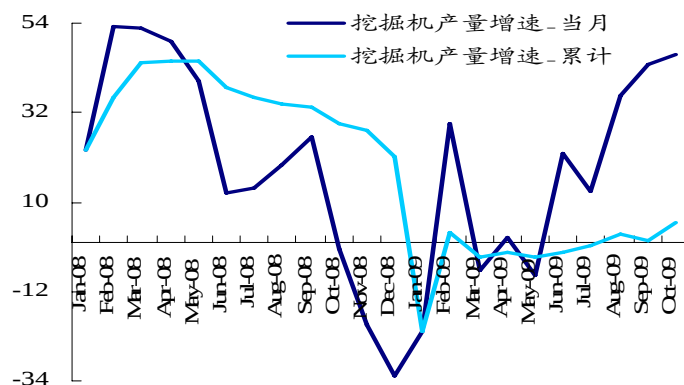
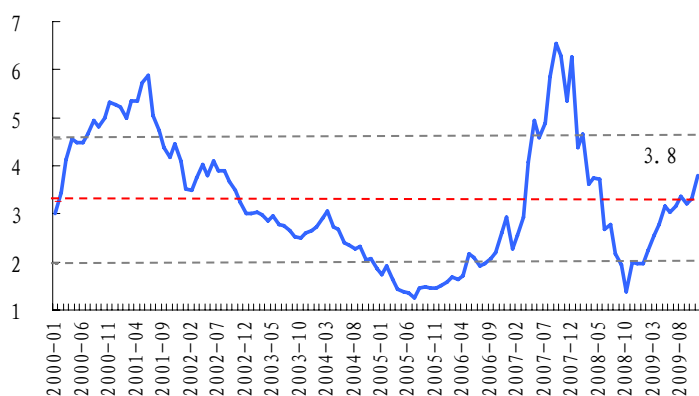


图 18: 建筑材料最新 PB3.8 倍，略高于历史平均水平



证券 强烈超配 配置比例: 5.8% 基准比例: 3.4% 上月评级: 平配 配置比例: 4.3%

模型因素	宏观驱动	中观跟踪	市场情绪	短期动量	估值对比	促发事件	总分
得分	4.20	3.80	4.67	3.00	4.00	3.50	3.95

市场重新恢复上涨后，成交量和换手率都有了一定回升，但还没有出现如市场指数同比比例提升。佣金费率率的下滑是券商板块上涨乏力的最大困扰。但对佣金价格战，市场已经有充分预期。目前接近 0.1% 的佣金费率，进一步下降的空间已经有限，监管层对行业的自律要求也会加强。在创业板顺利开板后，如果监管层推出其他金融创新业务的时间表，将刺激券商板块表现。

图 19: 市场日均成交额再度上升

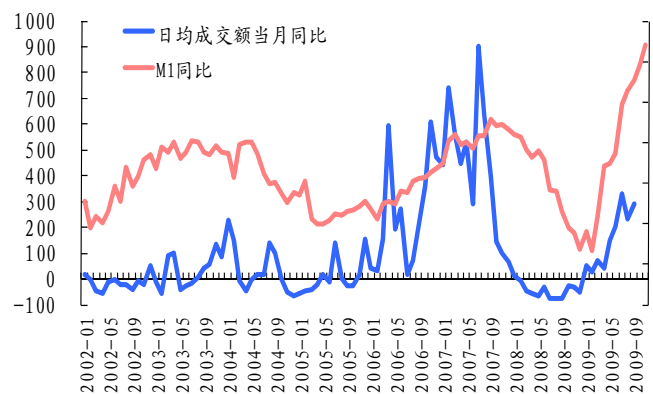


图 20: 换手率随市场上行，但反弹不够

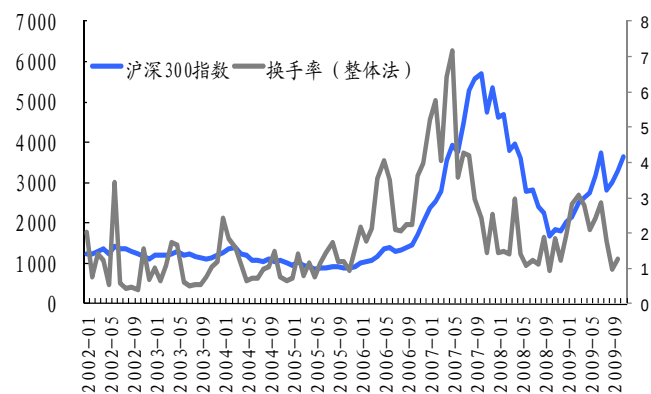


图 21: 新开户数（经交易日调整）仍处于合理水平

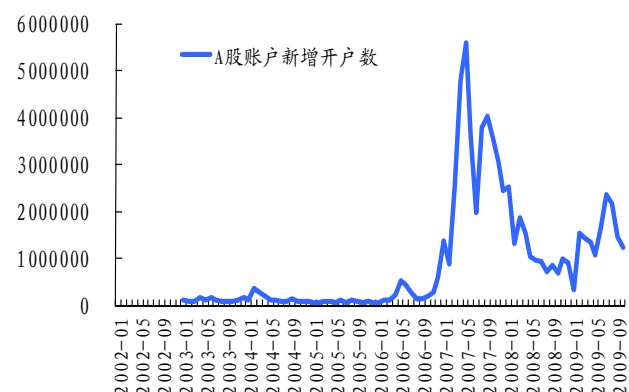


图 22: 券商佣金费率下滑至 0.1%，进一步下滑空间有限

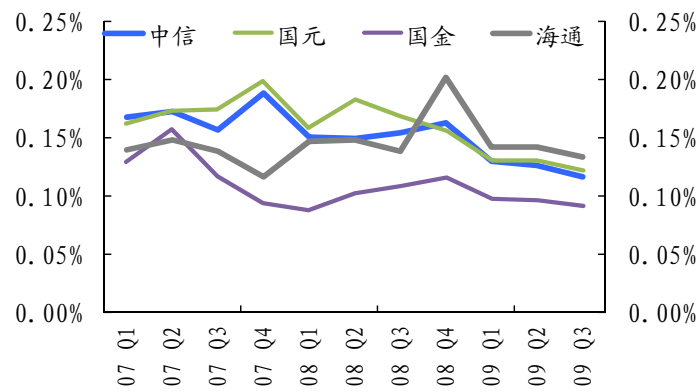
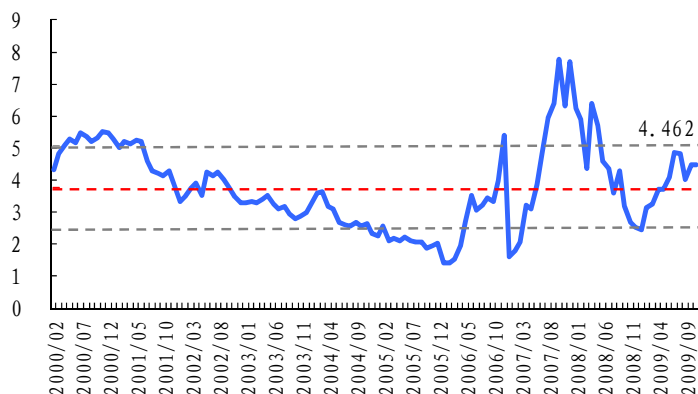


表 6: 券商股最新 PB4.46 倍，仍高于均值水平



机械 强烈超配 配置比例: 3.9% 基准比例: 2.7% 上月评级: 超配 配置比例: 2.9%

模型因素	宏观驱动	中观跟踪	市场情绪	短期动量	估值对比	促发事件	总分
得分	4.50	4.00	3.67	4.00	3.00	3.00	3.78

机械设备, 其中主要是工程机械, 行业景气受房地产投资回升推动。一线工程机械品种的产量增速继续回升, 除之前就持续增长的混凝土机械, 挖掘机产量同比增速也由负转正。加上出口复苏, 工程机械在 2010 年的增长形势比较乐观。但价格剪刀差继续下降对机械板块表现有负面影响。

机械板块最新 PE30 倍, 仍低于历史均值水平。

图 23: 房地产投资上升推动机械板块市场表现

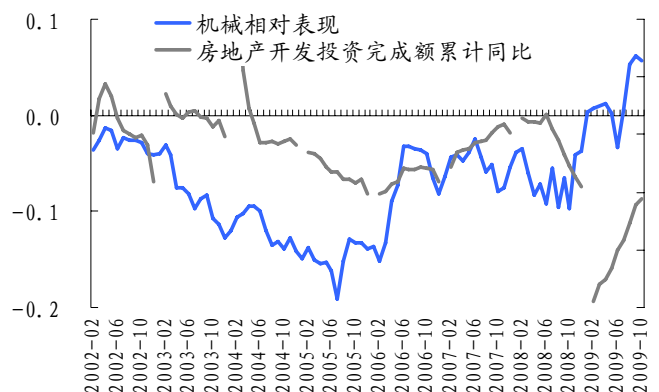


图 24: 价格剪刀差继续下降对机械板块表现有负面影响

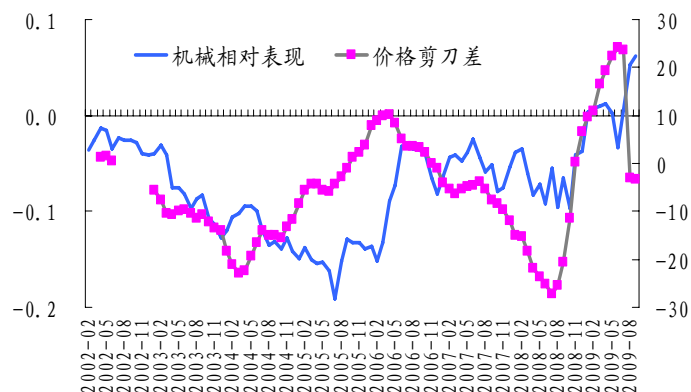


图 25: 一线机械品种产量增速回升势头加快

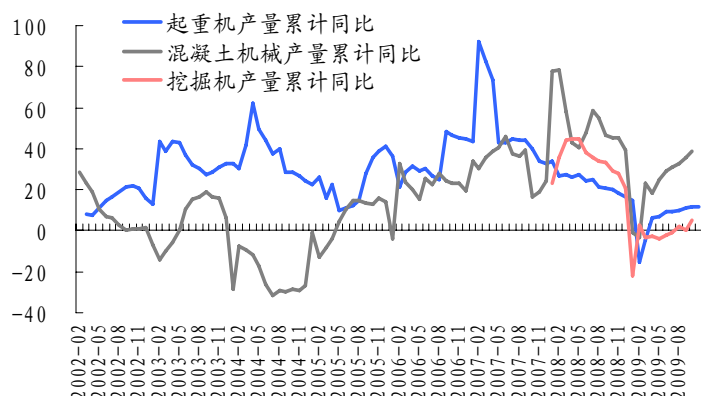
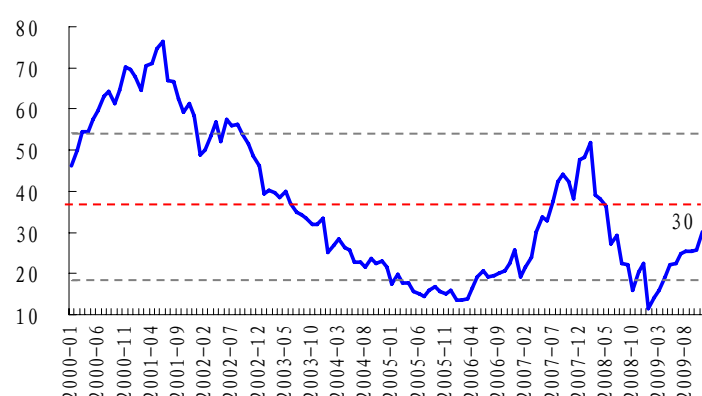


图 26: 机械板块最新 PE30 倍, 仍低于历史均值水平



电子 超配		配置比例: 3%		基准比例: 2.1%		上月评级: 低配		配置比例: 1.3%	
模型因素	宏观驱动	中观跟踪	市场情绪	短期动量	估值对比	事件冲击	总分		
得分	4.00	3.80	3.33	4.00	4.00	3.50	3.74		

从利润数据看,电子行业降幅收窄的趋势较为明显。国内电子产品需求回升,海外经济的复苏也助力该行业(尤其是用于工业设备的电子元器件)盈利回暖。电子行业受益于经济复苏,2010年可能步入全面复苏。明年中国经济从保增长转为调结构,科技板块将在工业信息化方面发挥重要作用。12月份经济工作会议可能涉及科技行业引领中国经济可持续发展,未来可能有相关配套政策的进一步推出。

图 27:美国制造业复苏有利于电子元气器件行业

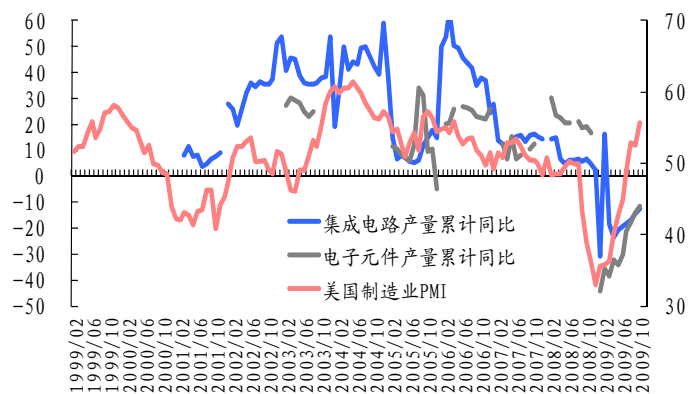


图 28: 但更重要的消费电子类器件的复苏稍缓和

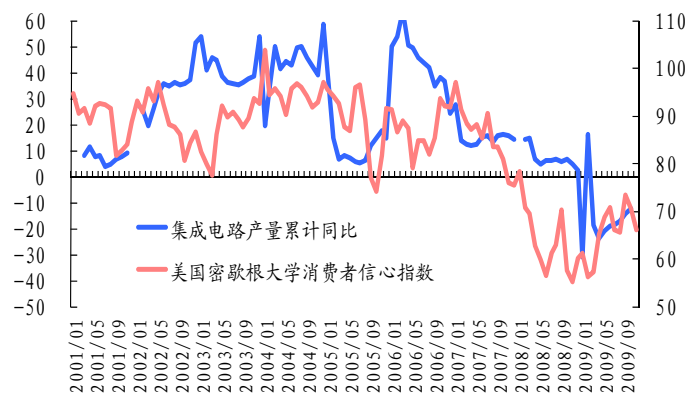


图 29: 半导体订单回升, 北美半导体设备 BB 值连续三个月大于 1

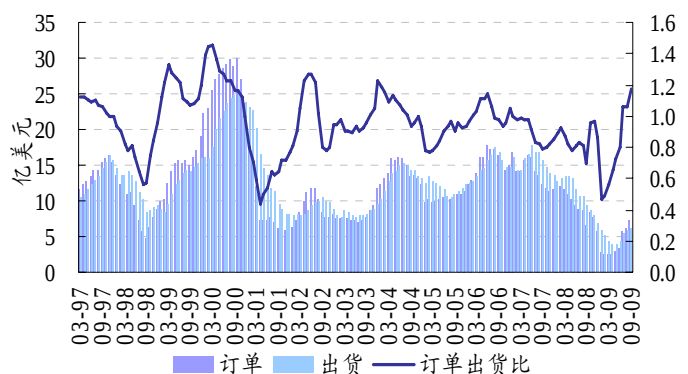


图 30: 目前芯片库存量仅相当于一个月的出货量, 处于历史低位

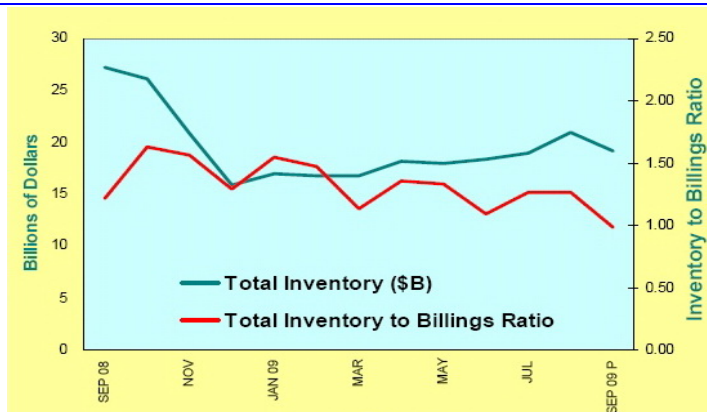


图 31: 行业利润在稳步回升

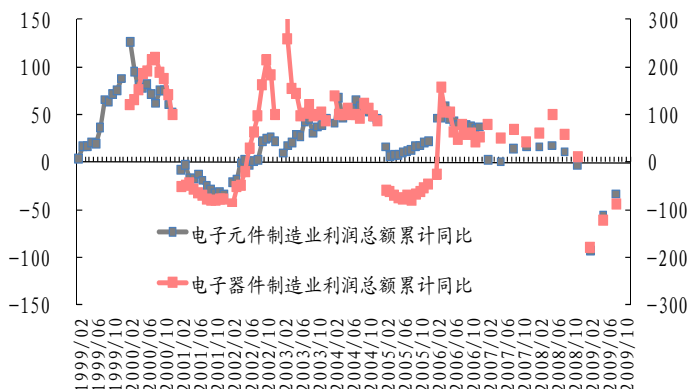
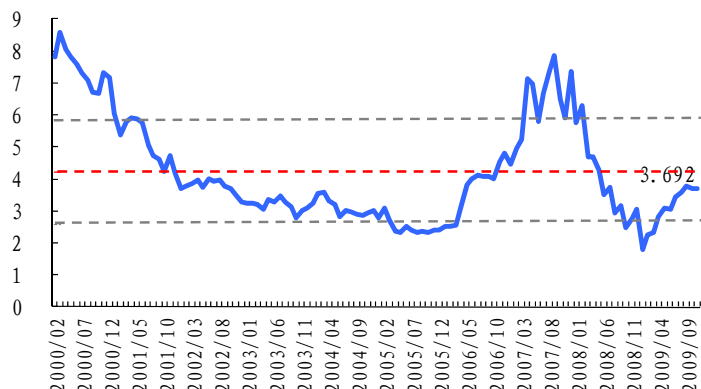


图 32: 电子最新 PB3.69 倍, 接近历史均值水平



保险 超配 配置比例: 3.2% 基准比例:2.4% 上月评级: 强烈超配 配置比例: 3.2%

模型因素	宏观驱动	中观跟踪	市场情绪	短期动量	估值对比	促发事件	总分
得分	4.20	4.20	4.33	1.00	4.00	3.00	3.71

通胀预期强化下，保险资金投资收益率将通过权益市场和固定收益市场投资进入上升通道。最近的资源价格改革、雪灾和跳升的 M1 更将强化通胀预期。同时，3 家公司 10 月保费收入延续 9 月份势头，仍然全部实现正增长。不过，与上月相比，中国人寿、平安人寿增速放缓，太保寿险则再次加速。

图 33: 通胀预期强化，保资收益率持续回升

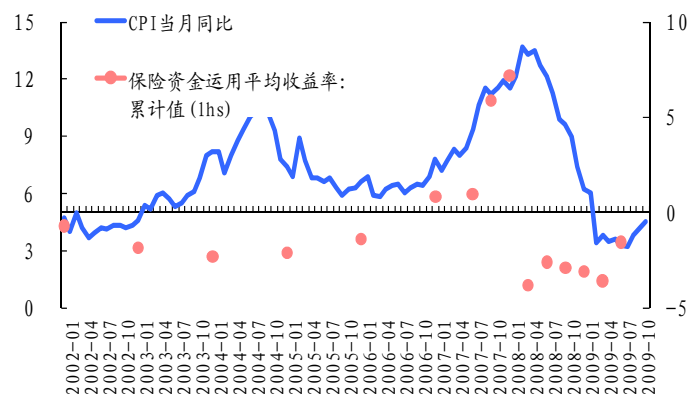


图 34: 债券收益率处于上升通道

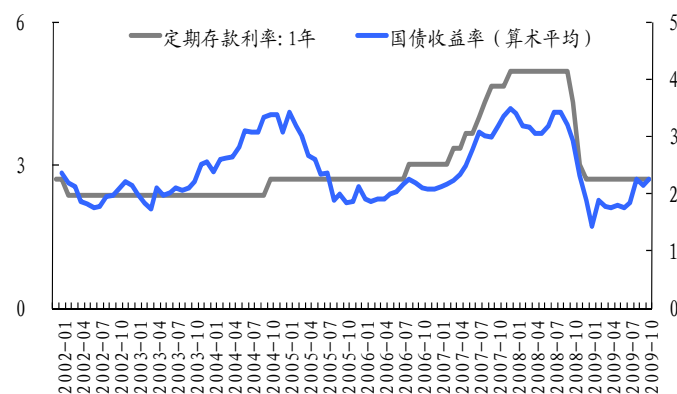


图 35: 保费始现反弹苗头

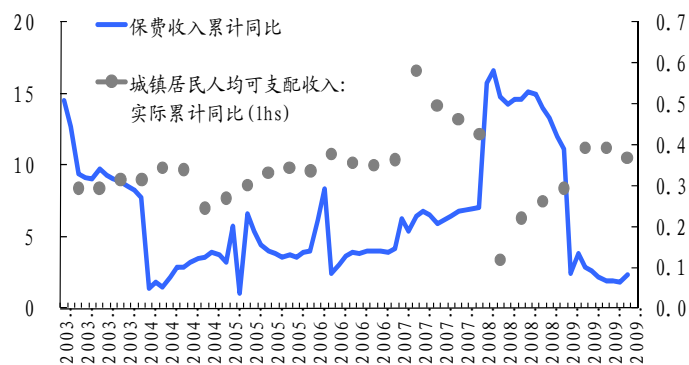
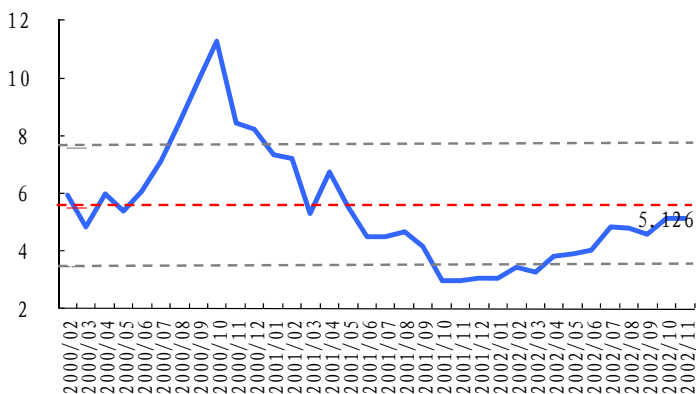


图 36: 保险股最新 PB5.13 倍，接近历史均值水平



地产 超配 配置比例: 7.2% 基准比例: 6.2%

上月评级: 超配 配置比例: 7.2%

模型因素	宏观驱动	中观跟踪	市场情绪	短期动量	估值对比	促发事件	总分
得分	4.20	3.20	4.33	3.00	4.00	3.25	3.69

利好地产的因素并没有发生变化。M1 随着经济活动的升温继续攀升,有望延续到明年一季度。房地产作为一种资产对通胀和通胀预期的反应也很灵敏。在重要的资源价格电、水、油、气纷纷提价,雪灾又助推了煤炭和农产品价格的背景下,通胀预期将进一步强化。

尽管前期地产板块因市场担忧优惠政策退出而表现欠佳,但市场现已基本反映了这一因素(笔者更愿意将商业银行较官方更紧的行为理解为本年度贷款任务已完成而为下年压低基数)。明年初很可能出现购房需求减弱这一负面因素(部分需求提前至今年末释放)和银行放贷意愿提升这一正面因素共同作用的情形。

图 37: 地产板块因政策担忧上月表现欠佳

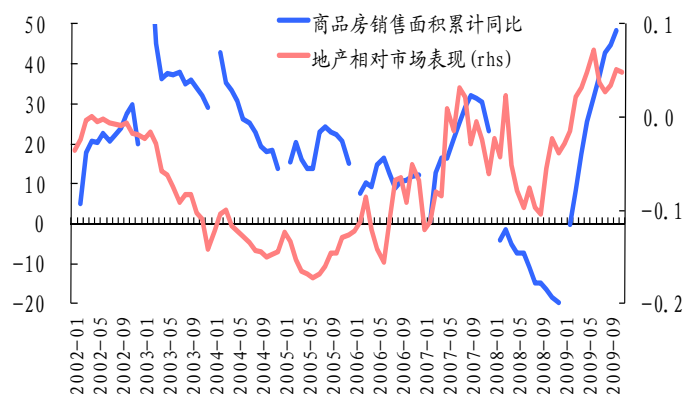


图 38: 但 M1 的强档冲高为销量提供了可靠的保障

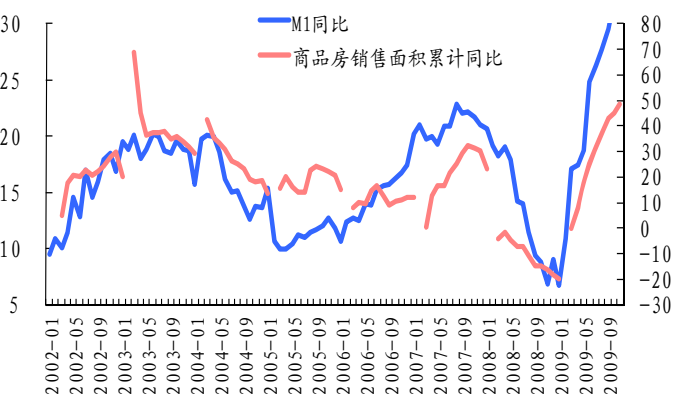


图 39: 通胀及其预期推升了资产价格

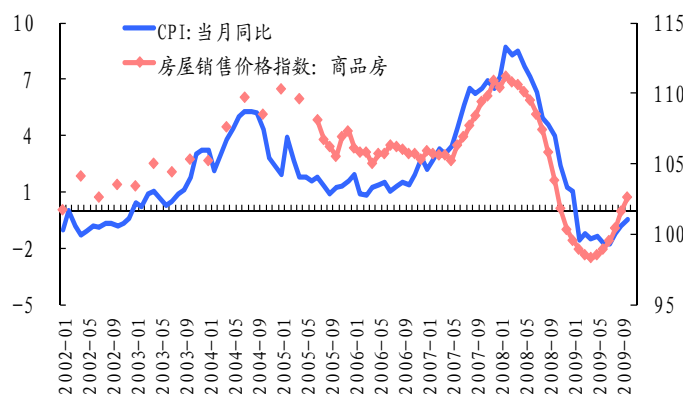


图 40: 地产开工随销量一起上行

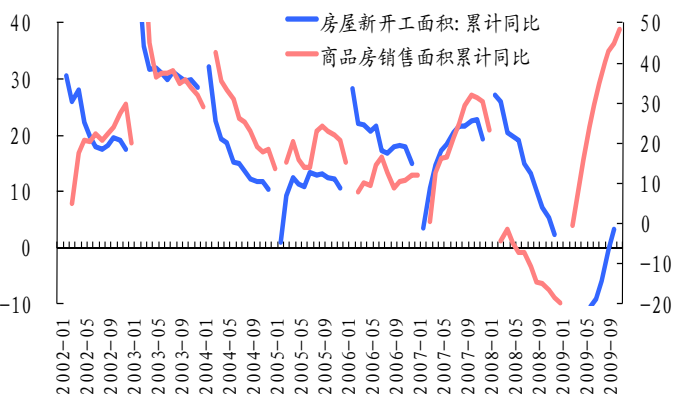


图 41: 短期人民币预期升值,但真实汇率被管制

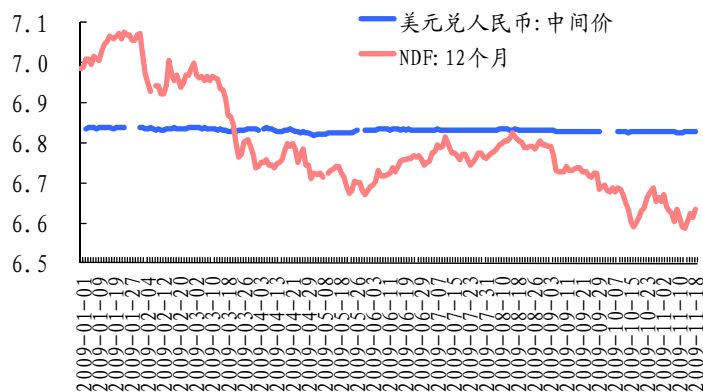
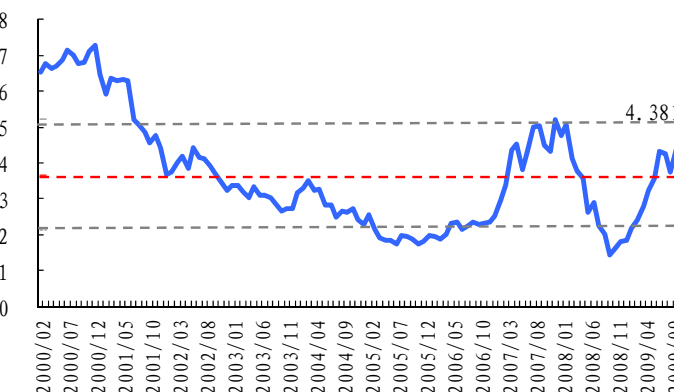


图 42: 地产板块最新 PB4.38 倍, 已超平均水平



钢铁 超配 配置比例: 3.8% 基准比例: 3.2% 上月: 强烈超配 配置比例: 4.2%

模型因素	宏观驱动	中观跟踪	市场情绪	短期动量	估值对比	促发事件	总分
得分	4.80	4.20	2.00	1.00	5.00	4.00	3.61

国内钢价企稳回升的态势在上月得到进一步确认, 除热轧外的其他钢材社会库存均出现回落。虽然因为天气因素可能导致短期钢价震荡走弱, 但总体上看 12 月钢价走势仍将是稳中有升。国外需求仍在缓慢恢复, 国际铁矿石价格的企稳回升也为钢价提供了支撑因素。

钢铁板块最新 PB2.2 倍, 在下限水平 (均值减去一倍标准差) 略有反弹, 估值仍较有吸引力。

图 43: 国内钢价企稳回升的态势得到进一步确认

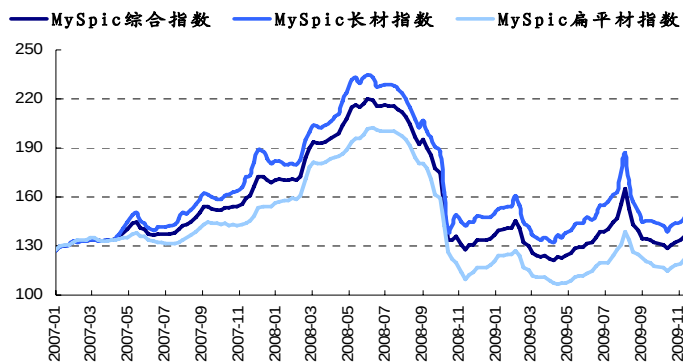


图 44: 除热轧外其他钢材库存均出现回落

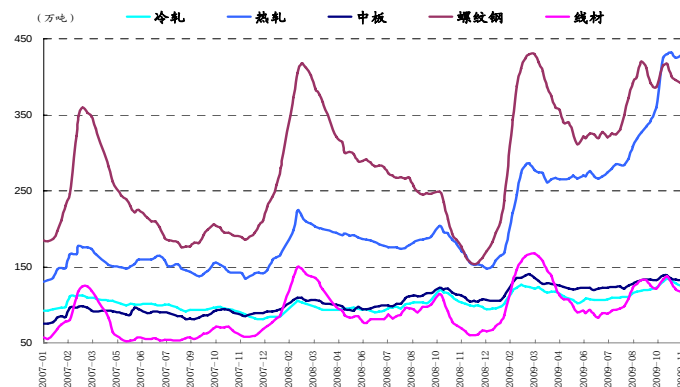


图 45: 房地产开发投资继续加速

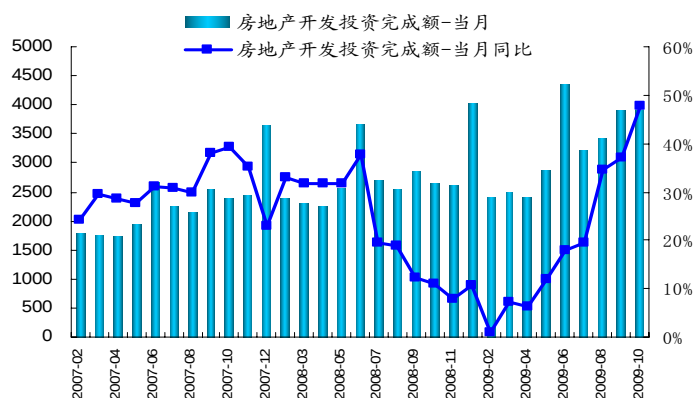


图 46: 汽车、家电、船舶等行业持续同比增长

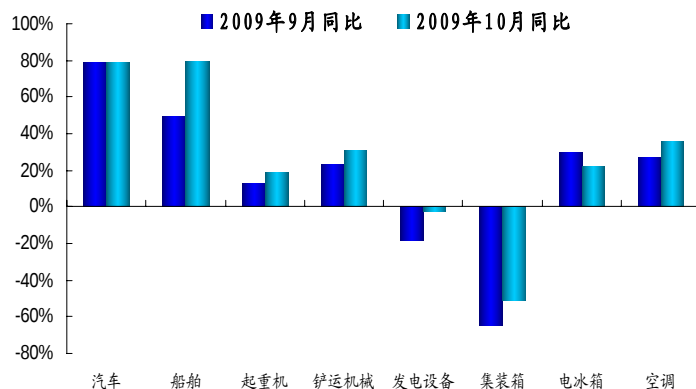


图 47: 铁矿石价格的企稳回升也为钢价提供了支持

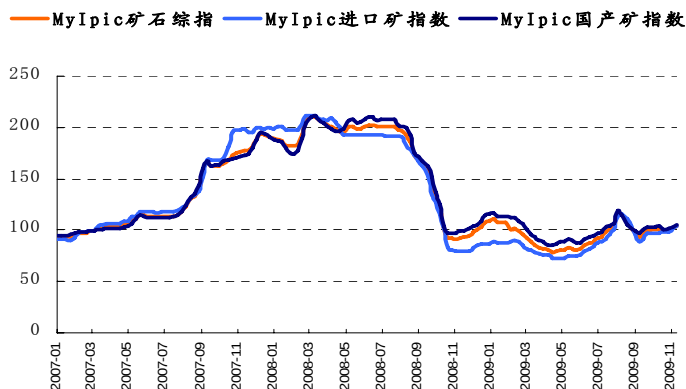
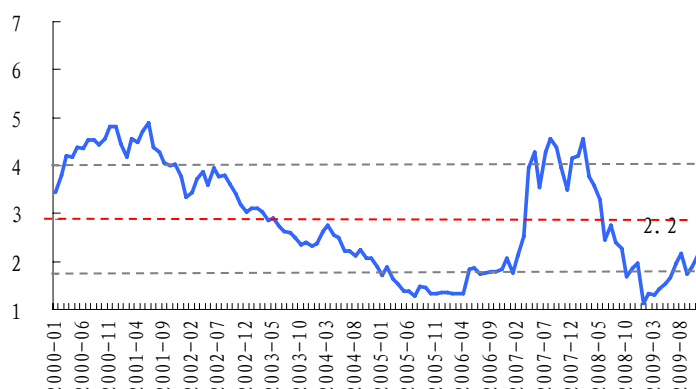


图 48: 钢铁板块最新 PB2.2 倍, 在下限水平略有反弹



银行 超配 配置比例: 27% 基准比例: 23% 上月评级: 超配 配置比例: 29%

模型因素	宏观驱动	中观跟踪	市场情绪	短期动量	估值对比	促发事件	总分
得分	4.00	3.20	4.67	1.00	5.00	3.00	3.58

银行信贷投放增速减缓, 但贷款需求却随经济复苏在上升——明年年初这些需求或将得以满足。贷款结构中中长期贷款的增长有利于净利差回升。银行不良贷款比例继续保持下降趋势, 拨备已经得到较大提升。银行板块相对估值优势也较明显。

银行板块的还有赖于市场风格的转换。市值过大的板块在市场资金略显平淡的情况下难有超常表现。

图 49: 在信贷调控下贷款总量同比走平

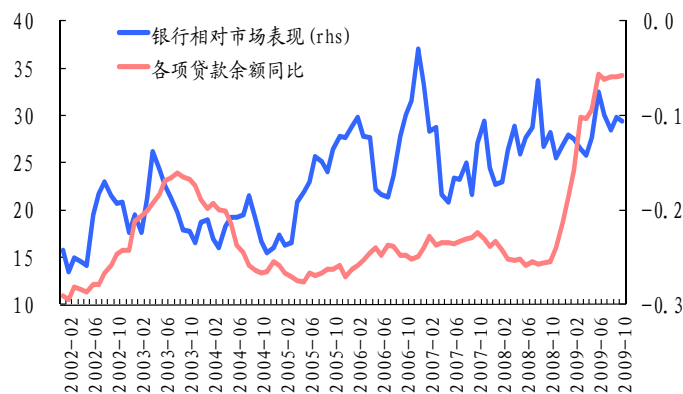


图 50: 贷款需求保持旺盛

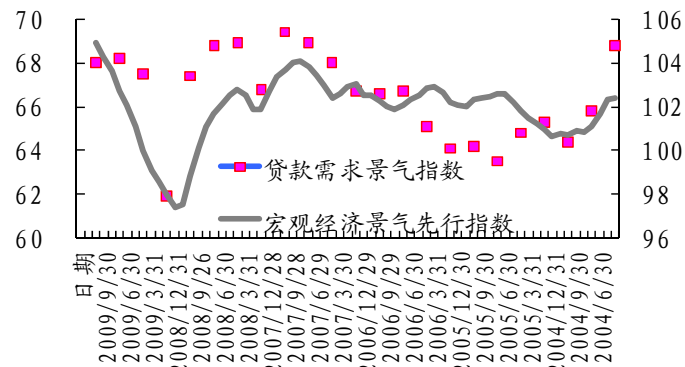


图 51: 中长期贷款比例的的提升有利于净利差回升

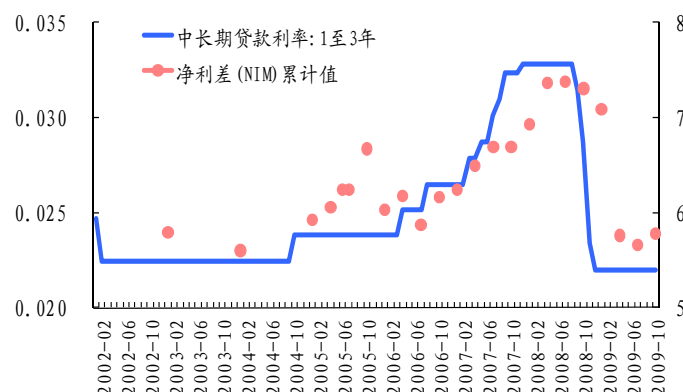


图 52: 在经济回暖途中, 银行业不良率将继续降低

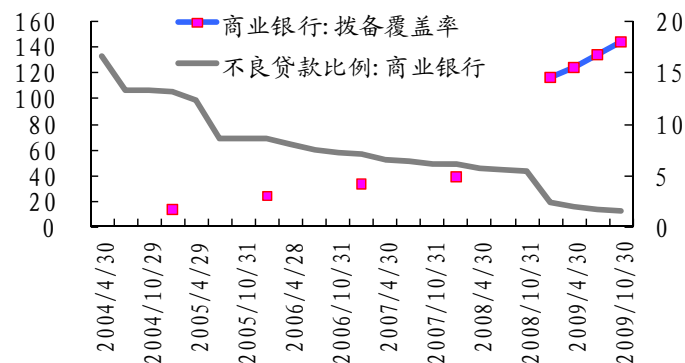
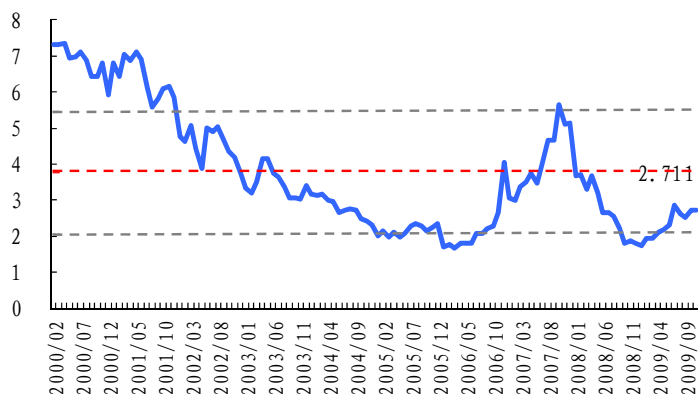


图 53: 银行业最新 PB2.71 倍, 处于相对较低位置



煤炭 平配 配置比例: 3.9% 基准比例: 3.6%

上月评级: 平配 配置比例: 3.9%

模型因素	宏观驱动	中观跟踪	市场情绪	短期动量	估值对比	促发事件	总分
得分	4.80	4.20	3.00	2.00	2.00	3.50	3.54

市场对 2010 年煤炭价格继续抱有较强预期。即将展开的明年合同煤价格判断, 估计合同价将上涨 5-10% 左右。受 11 月中上旬北方突降暴雪, 南方也早早“入冬”的影响, 电煤消耗量一路上升。秦皇岛库存在受天气影响急剧上升后又开始下降, 秦皇岛港各煤种价格每吨再次普涨 5-10 元不等。国际澳煤价格折算到岸价格较国内高 81 元, 价差有所扩大。国际煤价上涨将导致进口减少, 进而部分抵消山西复产影响, 加上鹤岗矿难事故, 行业供需短期可能继续偏紧。煤炭板块最新估值 PE24.7 倍, 略低于均值水平。估值已然不低, 煤炭板块行情需要煤价超预期上涨推动。

图 54: 秦皇岛库存 11 月 16 日开始显著下降

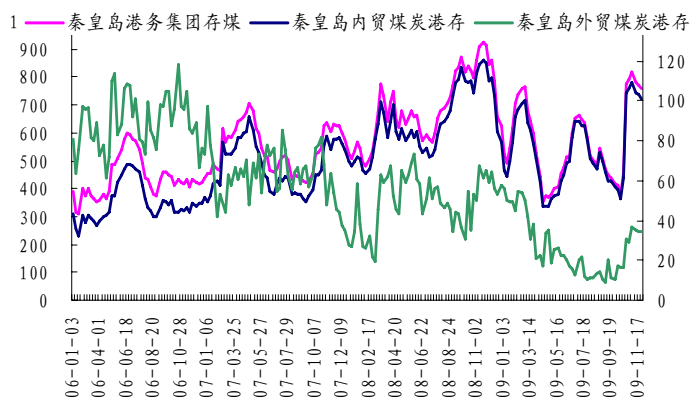


图 55: 受提前寒冷天气影响下游需求恢复较上月更强劲

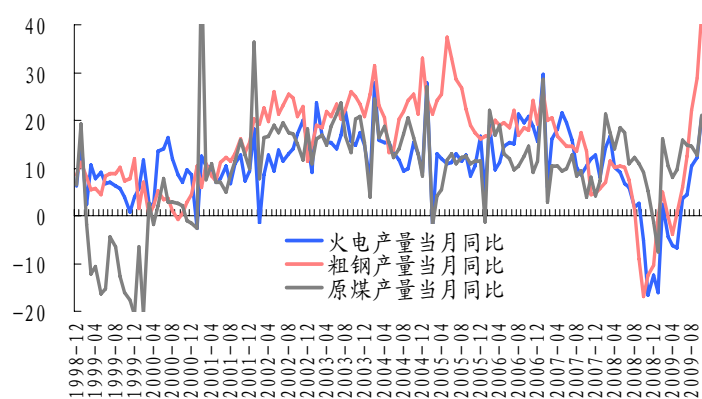


图 56: 秦皇岛煤价从 9 月份以来连续上涨

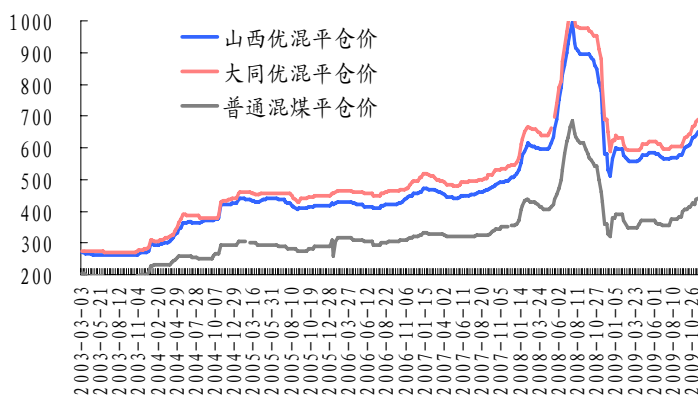


图 57: 流动性对煤炭板块行情的支撑作用也还存在

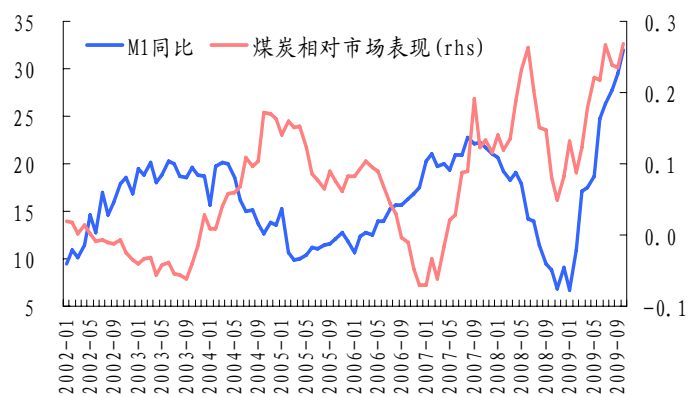
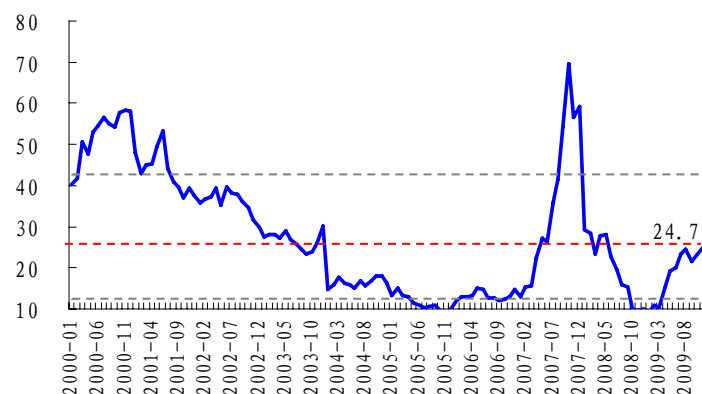


图 58: 国际煤炭价格 10 月份以来连续小幅上涨



图 59: 煤炭板块最新估值 PE24.7 倍, 略低于均值水平



零售 平配 配置比例: 3.1% 基准比例: 3% 上月评级: 强烈超配 配置比例: 3.6%

模型因素	宏观驱动	中观跟踪	市场情绪	短期动量	估值对比	促发事件	总分
得分	4.00	3.50	3.67	3.00	3.00	3.25	3.50

10月社会消费品零售总额增速较前两月提升,通胀和季节性因素将推升商贸零售行业景气度。一方面,和消费品零售总额息息相关的RPI在公用事业提价和雪灾(使得煤价和农产品价格上升)的背景下必然加速上行;另一方面,房价依然稳中有升,使得居民财富感受得以改善。圣诞和新年带来的季节性消费高峰也提升了行业景气。

图 60: 社会消费品零售总额始现加速迹象

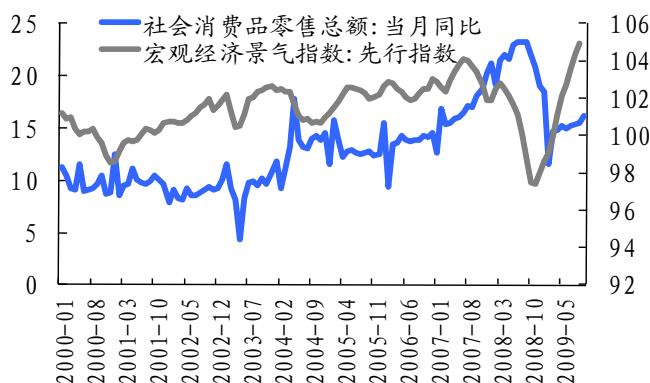


图 61: 房价依然在政策猜测中加速上行,财富效应剧增

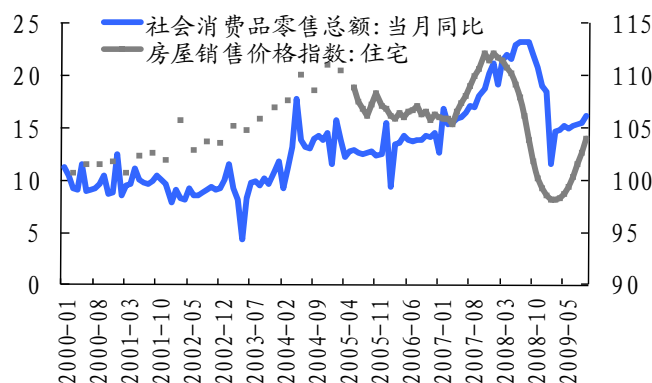


图 62: 消费者信心提升速度放缓



图 63: 在资源价格改革背景下,物价上行必将提速

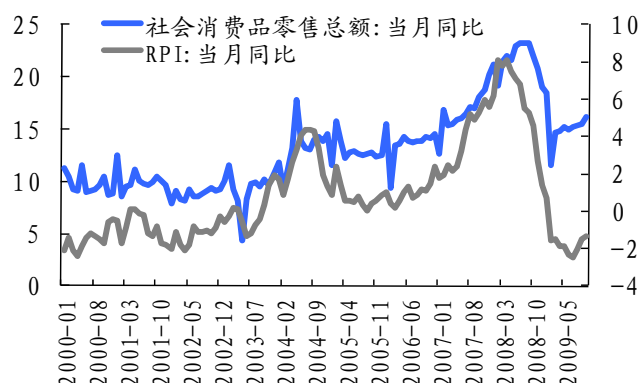
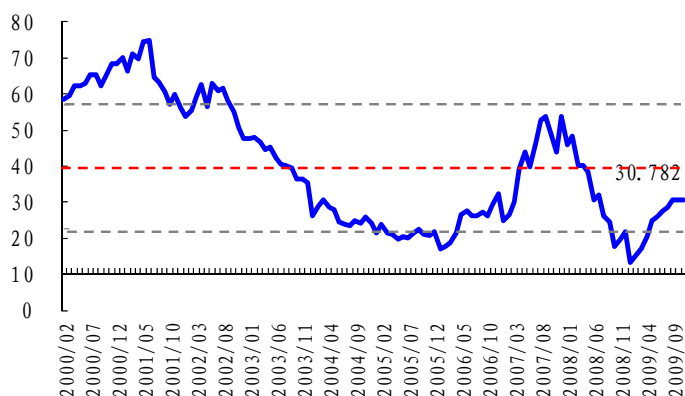


图 64: 商贸零售最新 PE30.782 倍, 低于历史均值水平



造纸 平配 配置比例: 1% 基准比例: 1% 上月评级: 低配 配置比例: 0.7%

模型因素	宏观驱动	中观跟踪	市场情绪	短期动量	估值对比	促发事件	总分
得分	4.00	2.80	4.00	5.00	2.00	3.00	3.45

造纸行业景气仍在恢复中，但初期有利因素的推力正在减缓，不利的因素正在显现。这表现为：成本端的纸浆价格持续上涨，但只有铜版纸和白卡纸价格上涨，有一定的成本转嫁能力。同时从产量来看，机制纸和纸板的当月同比增速已未能延续之前的升势。从中期看，经过大半年的复苏，许多产品的产能又开始释放。10年部分纸种的盈利状况可能趋弱。

轻工制造板块最新 PB3.4 倍，高于历史均值，无估值优势。

图 65: 以美元标价的纸浆价格持续上涨

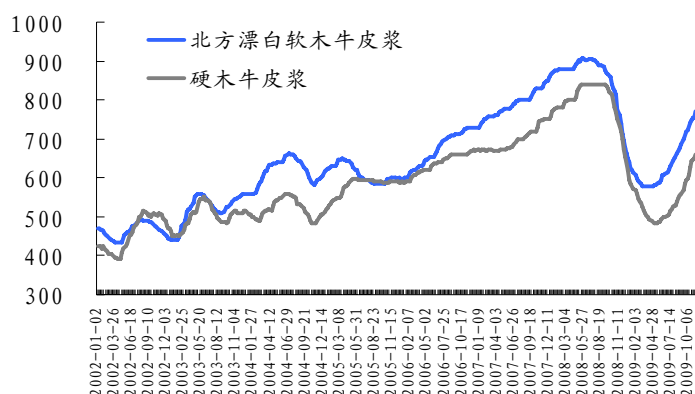


图 66: 铜版纸和白卡纸是表现最好的纸种

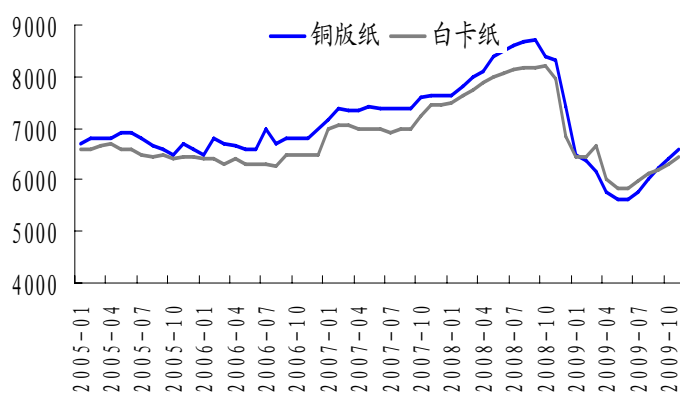


图 67: 机制纸和纸板产量当月同比增速较上月持平

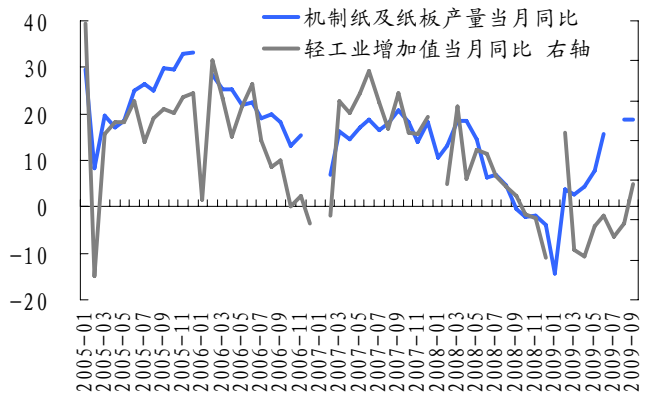
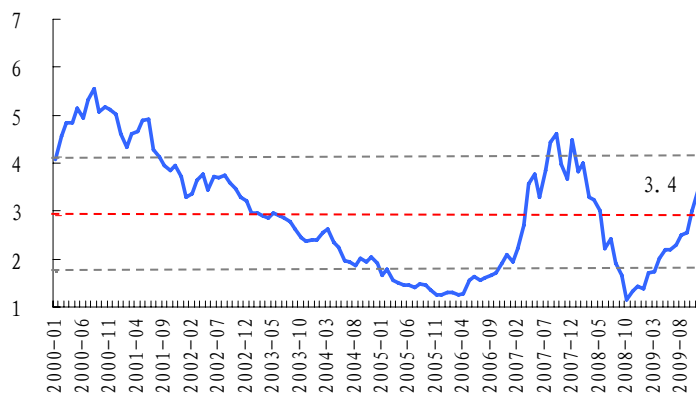


图 68: 轻工制造板块最新 PB3.4 倍，高于历史均值



家电 平配 配置比例: 1.3% 基准比例: 1.4% 上月评级: 平配 配置比例: 1.4%

模型因素	宏观驱动	中观跟踪	市场情绪	短期动量	估值对比	促发事件	总分
得分	3.00	3.50	4.33	3.00	3.00	3.00	3.39

受到前期房地产成交量较好和家电消费刺激政策的影响, 家电板块在上月有靓丽表现。目前市场对家电消费的预期大幅回暖, 尤其从刚刚公布的 10 月的空调厂商出货数据来看, 同比增速达到 68%。显示了经销商对后市的乐观态度。家用电器和音像器材类 10 月单月零售额增速达 35.4%, 也是 08 年以来的新高。家电行业处于高景气状态中。

家电股最新 PE29 倍, 低于历史均值水平。

图 69: 10 月家电消费数据跃升

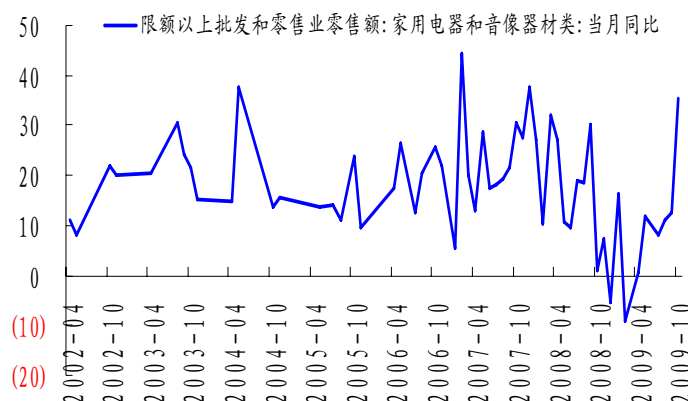


图 70: LCD 电视销量上行步伐加快

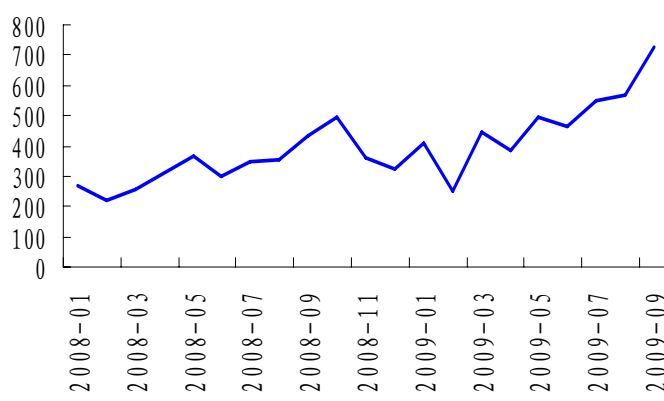


图 71: 目前坚挺的房价对家电有支撑, 但持续性需跟踪

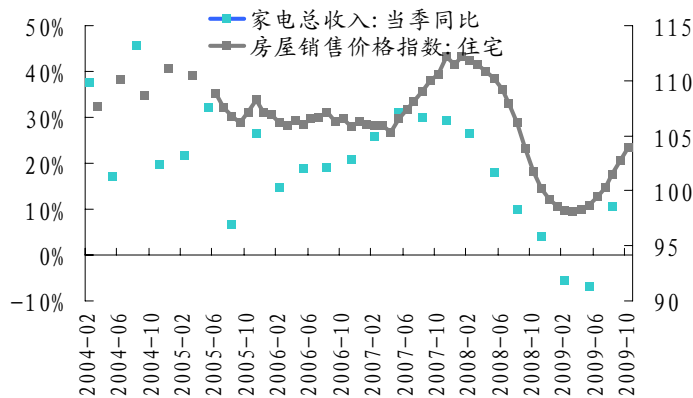


图 72: 空调厂商出货数据 10 月有爆发性增长

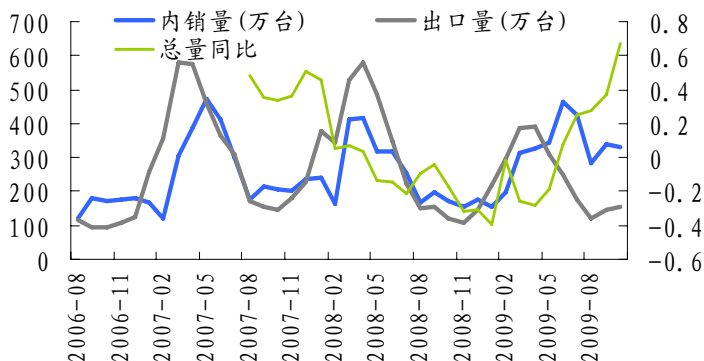


图 73: 冰箱季节性高峰已过, 内销下滑明显

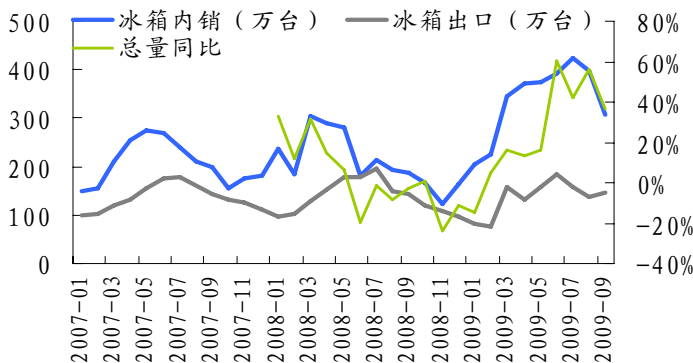
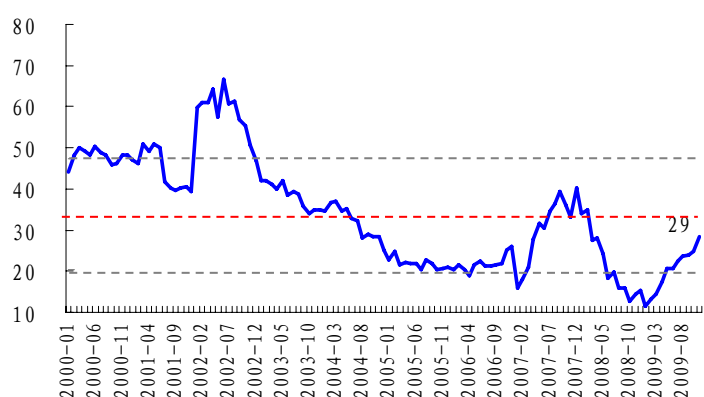


图 74: 家电股最新 PE29 倍, 接近历史均值水平



纺织服装	适度低配	配置比例: 0.9%	基准比例: 1%	上月: 低配	配置比例: 0.6%		
模型因素	宏观驱动	中观跟踪	市场情绪	短期动量	估值对比	促发事件	总分
得分	3.00	2.50	3.67	5.00	4.00	3.00	3.31

从基本面来看,上月纺织服装行业有一定改善。成本端的棉花价格上涨势头有所趋缓,需求方的纺织服装出口数量指数也有一定反弹,只是持续性尚需跟踪。我们尤其关注内需的国内服装销售同比增速仍在低位徘徊。因此短期我们对纺织服装行业并不乐观。中长期来看,纺织服装行业的固定资产投资增速仍有小幅下降,可以减轻明年我们对纺织服装过剩产能的担心。

纺织目前 PE28 倍, 仅略高于负一倍标准差水平, 较具有估值优势。

图 75: 国内外棉花价格上涨势头有所减缓

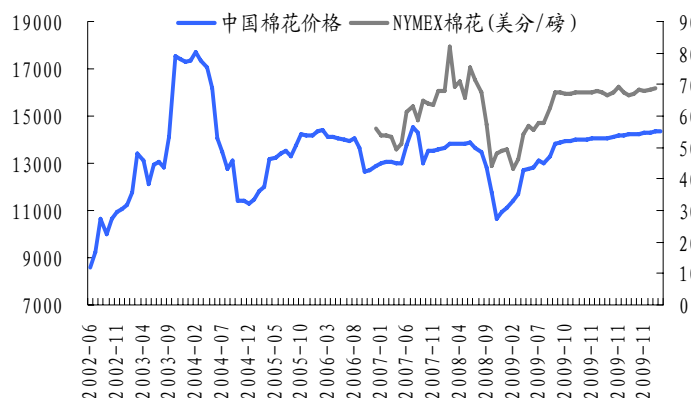


图 76: 国内服装销售同比增速继续滑落

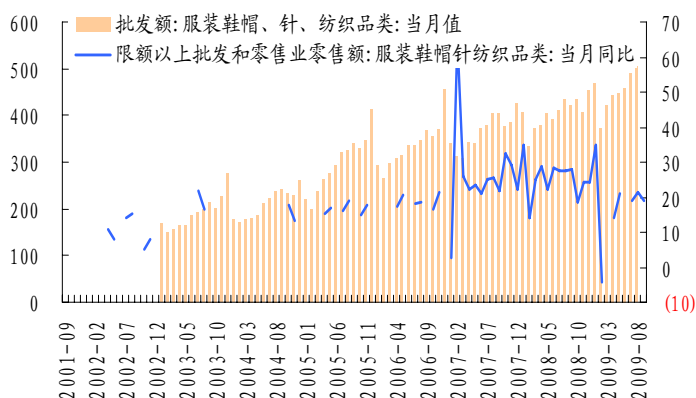


图 77: 9 月纺织服装出口数量指数有所反弹

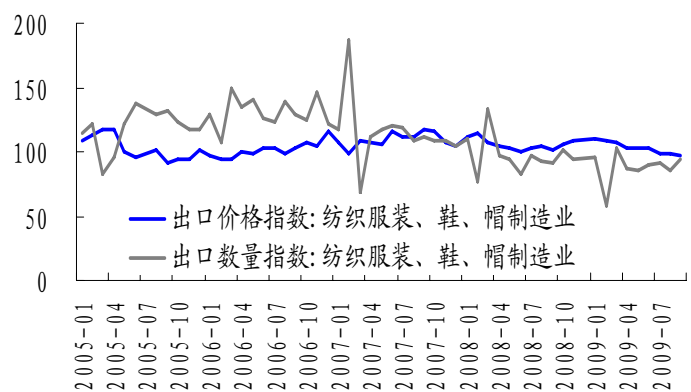


图 78: 固定资产投资增速仍然在低位徘徊且略有下降

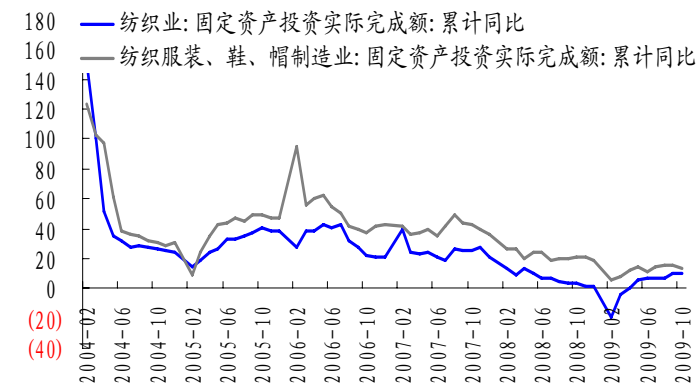
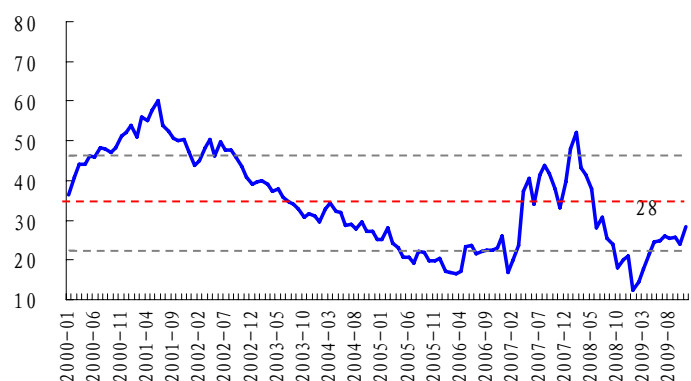


图 79: 纺织目前 PE28 倍, 低于均值



化工 适度低配 配置比例: 2.8% 基准比例: 3.6% 上月: 适度低配 配置比例: 2.9%

模型因素	宏观驱动	中观跟踪	市场情绪	短期动量	估值对比	促发事件	总分
得分	4.20	3.80	2.00	4.00	2.00	3.00	3.24

化工价格在原油助推下不改向上趋势, 毛利也触底回升。国内宏观经济的回暖给化工产品的需求营造了良好背景, 但出口占比大的化工产品或公司应回避并静观贸易战的进展情况。

在子产品上可适当关注化肥, 尤其是氮肥。化肥价格有企稳回升的苗头, 天然气涨价也助推了尿素价格。有机化工依然优于无机化工, 橡胶当成为关注焦点。

图 80: 原油向上大趋势不改, 化工产品持续提价

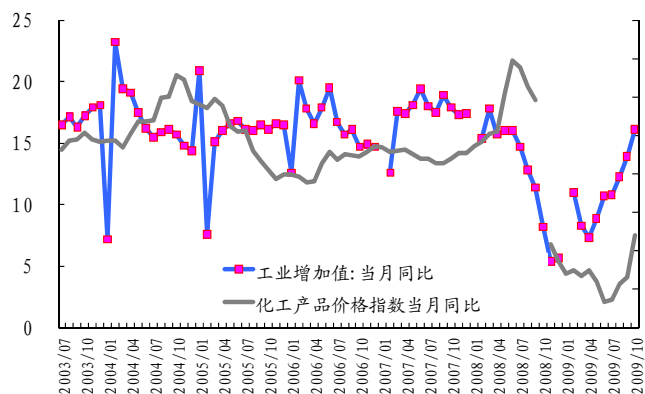


图 81: 出口出现回调, 或和贸易战有关

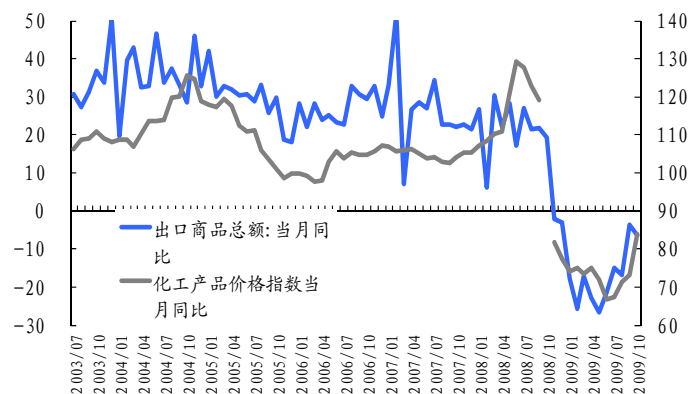


图 82: 化肥价格企稳, 其中氮肥有回升迹象

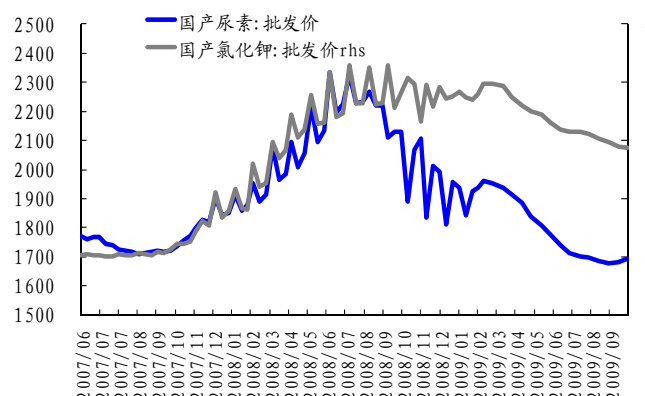


图 83: 无机化工产品价格未有大的波动

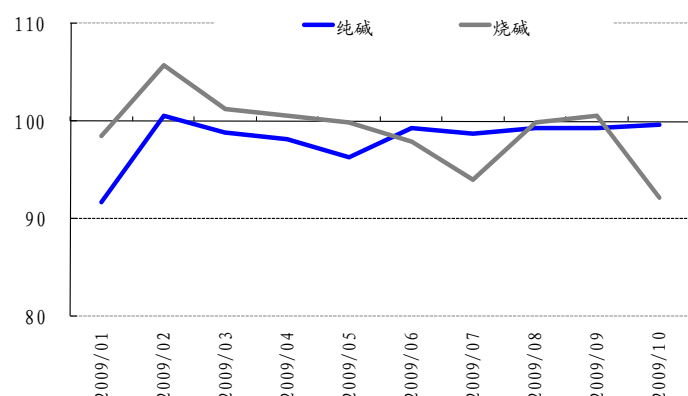


图 84: 有机基础原料除树脂外微升

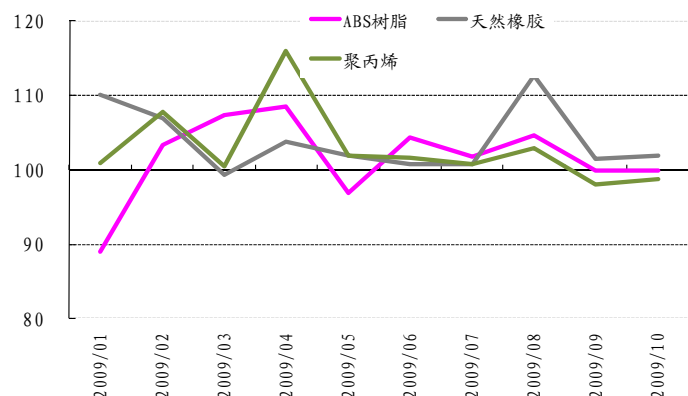
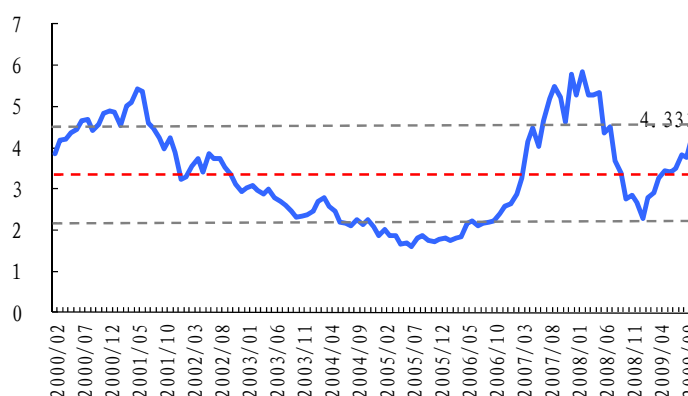


图 85: 化工板块最新 PB4.33 倍, 接近一倍标准差水平



农业 适度低配 配置比例: 1% 基准比例: 1.3% 上月评级: 平配 配置比例: 1.2%

模型因素	宏观驱动	中观跟踪	市场情绪	短期动量	估值对比	促发事件	总分
得分	3.50	3.50	3.00	4.00	2.00	3.00	3.23

从供需结构来看, 主要粮食作物如小麦、玉米等在全球范围内的供需基本平衡, 尚不存在有来自供需面的明显因素推动国际价格的上涨, 因此在农产品的金融属性和能源属性方面的变化将成为影响国际价格大幅波动的因素。短期美元仍呈趋势性下探, 农产品价格将延续上涨趋势。传统节假日消费高峰和近日的雪灾事件可能推高国内部分农产品价格。但投资者也因注意其中的风险: 雪灾结束, 或异常强硬的价格管制。

图 86: 国际农产品期货价格大幅上升

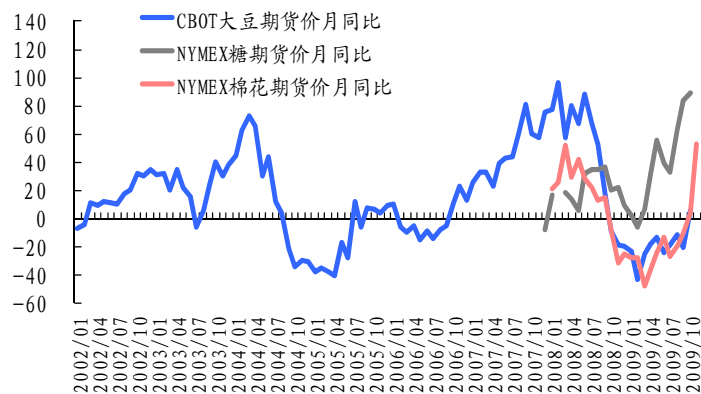


图 87: 国内农产品价格月度同比有所回落

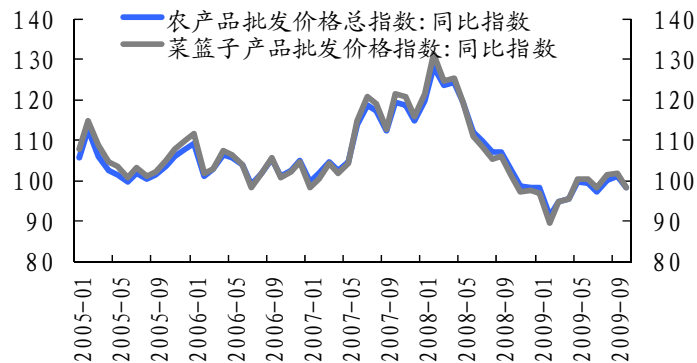


图 88: 但调动市场情绪的更可能是环比和雪灾

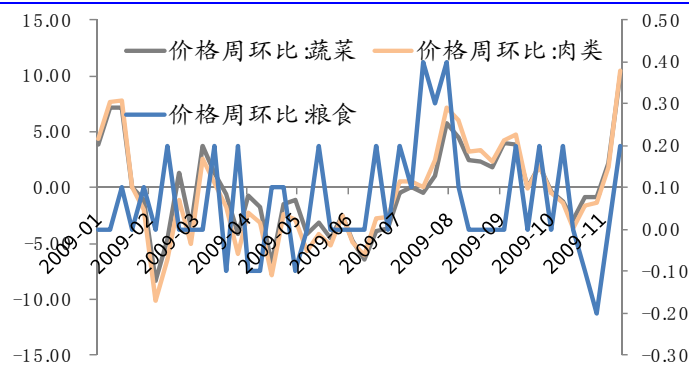
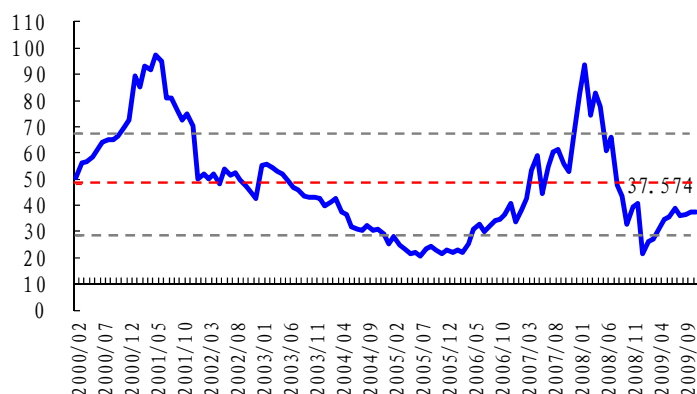


图 89: 农业板块最新 PE37.57 倍, 仍低于历史最低水平



食品饮料 适度低配 配置比例: 2.5% 基准比例: 3.5% 上月: 适度低配 配置比例: 3%

模型因素	宏观驱动	中观跟踪	市场情绪	短期动量	估值对比	促发事件	总分
得分	3.00	3.50	3.67	2.00	3.00	3.00	3.16

销售旺季来临,三大白酒的超市零售价于11月开始上升。白酒10月单月产量为64.96万吨,同比上升25.76%,增速保持稳定。随着旺季的临近和酒后驾车整治力度的减弱,市场对白酒的需求逐步回暖,预计自11月开始白酒销量增速将开始提升,白酒行业的景气度逐步回升。食品饮料最新PE38倍,已经超过历史均值水平,一线白酒10年动态估值已接近30倍,再向上空间不大。

图 90: 三大白酒的超市零售价在11月开始上升

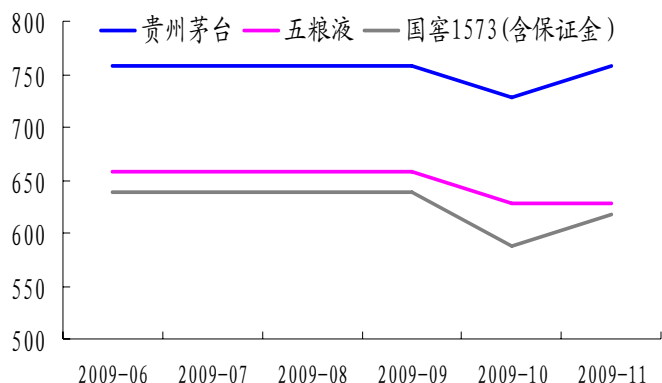


图 91: 白酒产量数据, 每年的11月开始是旺季

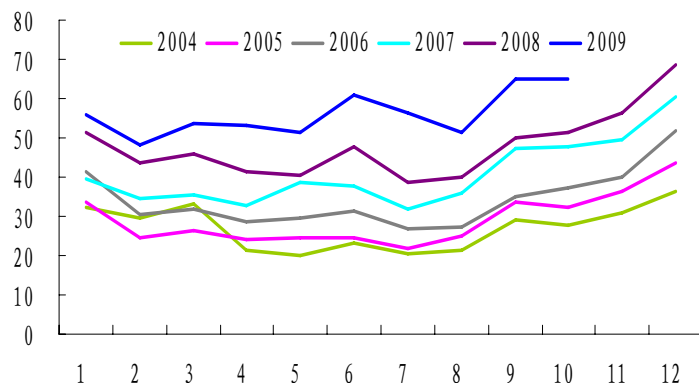


图 92: 消费税上调后的提价预期迟迟未实现

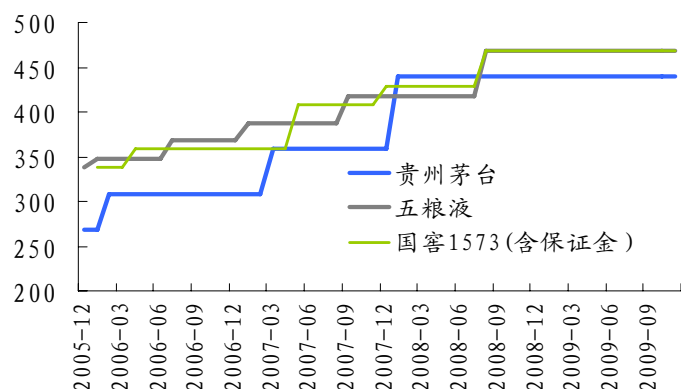


图 93: 葡萄酒的销量增速持续回暖

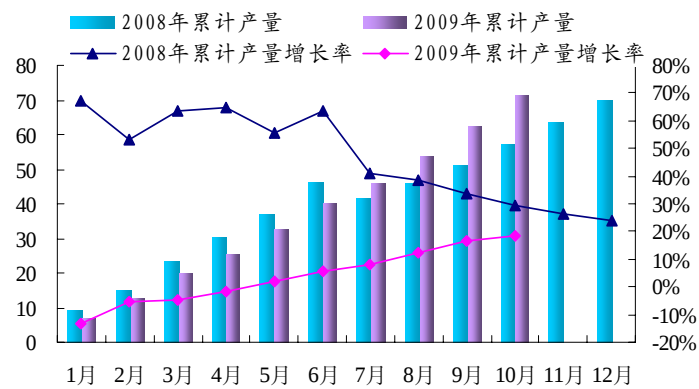
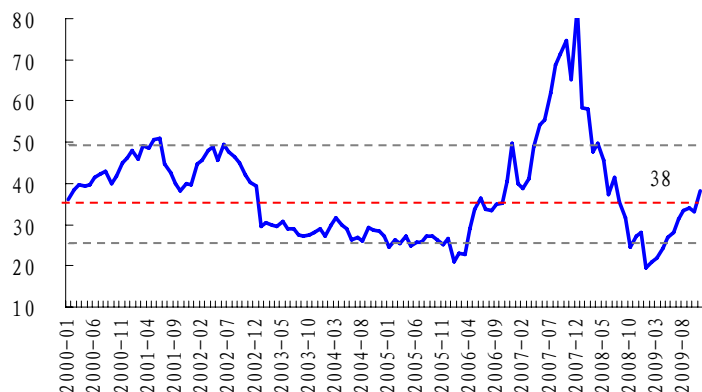


图 94: 食品饮料板块最新 PE38 倍, 略高于历史均值



交运设备	适度低配	配置比例: 2.4%	基准比例: 3.6%	上月: 平配	配置比例: 3.1%		
模型因素	宏观驱动	中观跟踪	市场情绪	短期动量	估值对比	促发事件	总分
得分	3.50	2.00	4.33	3.00	3.00	3.00	3.12

实际上,新出炉的数据使得交运设备不容乐观:M2增速放缓,交运设备售价在昙花一现后即再次掉头向下,雪灾对路面交通和交运设备的负面影响还难以预料,销量同比增速两月连续下滑恐怕难以改观。

图 95: M2 增速减缓,交运设备销售不容乐观

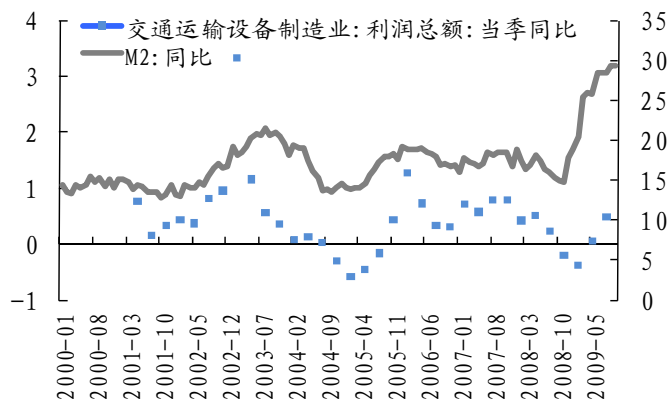


图 96: 货运量数据尚可,但雪灾的负面影响未可预料

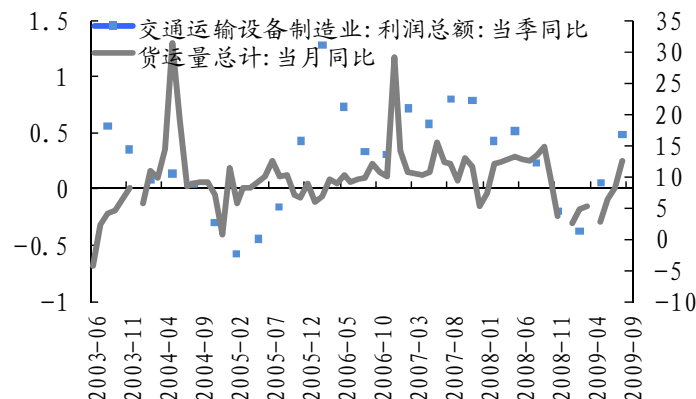


图 97: 产品价格再次拐头向下

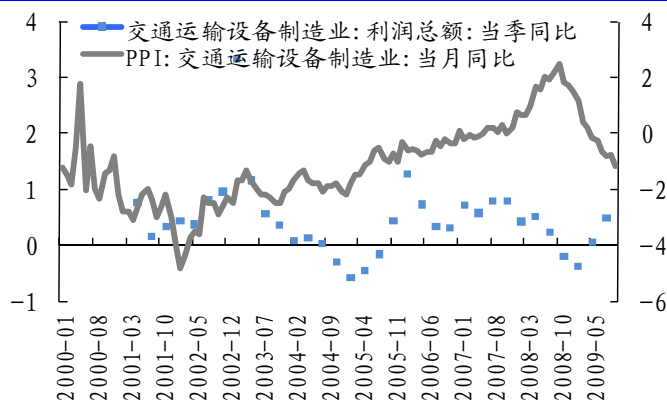


图 98: 销量连续两月下滑,值得警惕

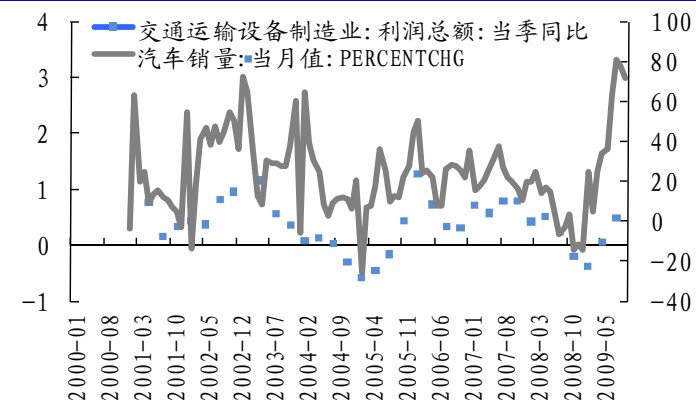
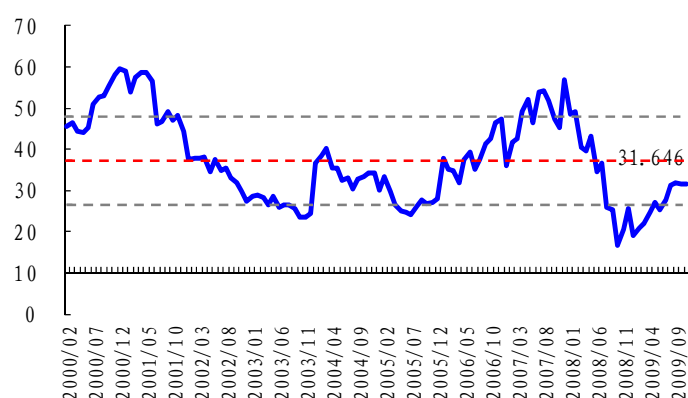


图 99: 交运设备最新 PE31.65 倍, 低于历史均值水平



有色 适度低配 配置比例: 2.5% 基准比例: 3.8% 上月评级: 低配 配置比例: 2.1%

模型因素	宏观驱动	中观跟踪	市场情绪	短期动量	估值对比	促发事件	总分
得分	4.00	3.80	2.00	3.00	2.00	3.00	3.10

在出现小幅上涨后,美元仍呈趋势性下跌,对应着除镍以外的黄金、铜、铝、铅、锌、锡期货价格上涨。虽然四季度是工业金属消费的传统淡季,金属库存不断上升;但领先反映需求的中美 PMI 都再度走高,中国的铜材进口也仍然比较强劲。因此金属价格仍有上冲可能。有色板块最新 PB6.02 倍,已经高于一倍标差水平。虽然是看金属价格炒有色板块,但股票仍有估值的天花板。近期期货价格上涨,但国内有色板块涨幅落后,说明这个“天花板”已经在发挥作用。

图 100: 有色金属价格又开始新一轮上涨

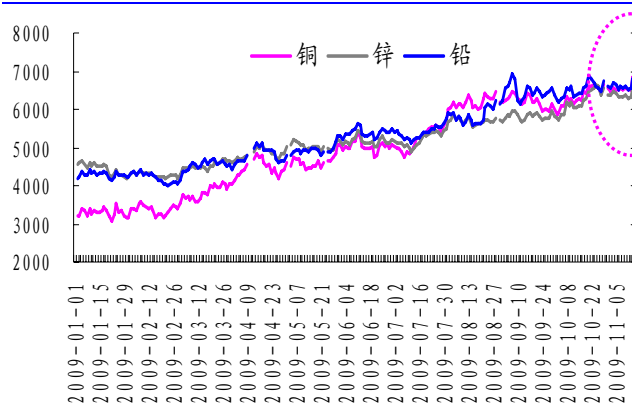


图 101: 贵金属与美元的负相关更加明显

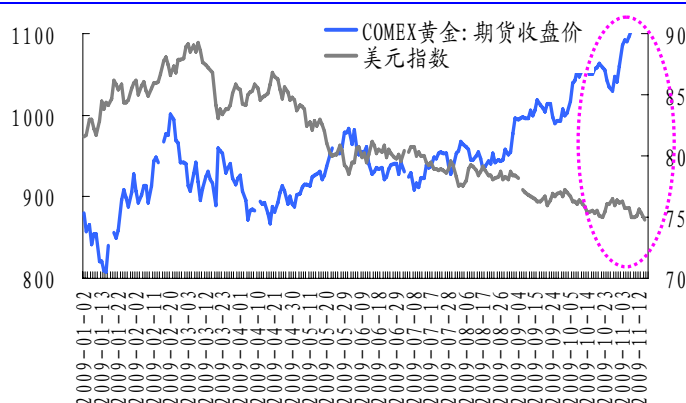


图 102: 反映需求的美国 ISM 指数创本轮衰退以来新高

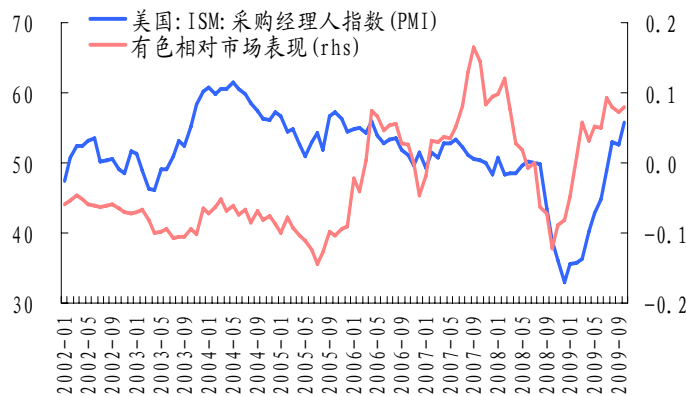


图 103: 且中国的货币环境对有色板块行情仍有支撑

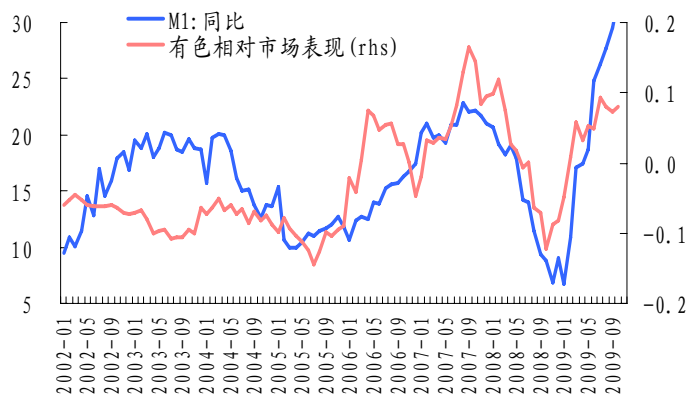


图 104: 中国铜材进口已经恢复到 2007 年水平

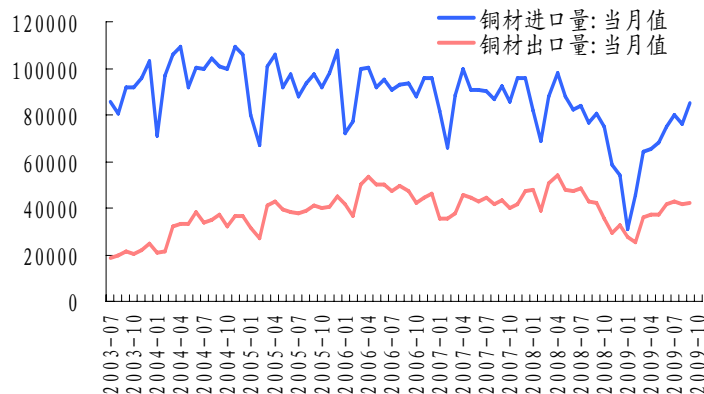
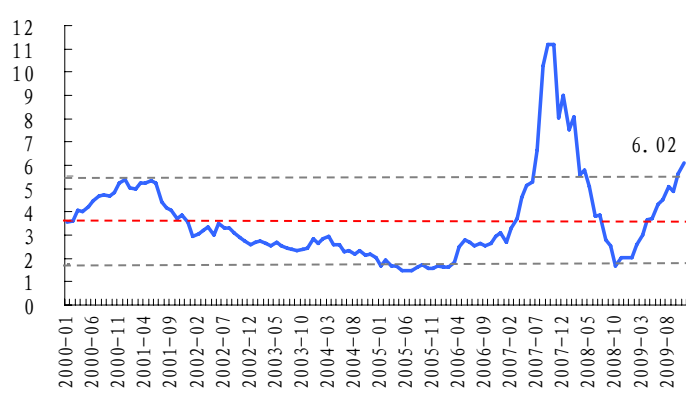


图 105: 有色板块最新 PB6.02 倍, 高于一倍标差水平



交运 低配		配置比例: 2.9%		基准比例: 5.2%		上月评级: 平配		配置比例: 5.5%	
模型因素	宏观驱动	中观跟踪	市场情绪	短期动量	估值对比	促发事件	总分		
得分	3.50	3.50	2.67	1.00	4.00	2.50	2.98		

粗钢产量同比大增，带动 BDI 大幅上涨。钢价企稳反弹，生产商陆续上调出厂价，减产意愿不强，粗钢产量和 BDI 的强劲将延续。但路面交通——公路和铁路确因今年提前到来的雪灾止住上行势头。目前低温天气还在往南推进，严重程度和持续时间，市场还需密切关注。当然，水运和空运可部分承接阻断的陆路运输，程度有限。成品油再次提价使得交运行业毛利承压。

图 106: 货运量的提升速度快于宏观经济

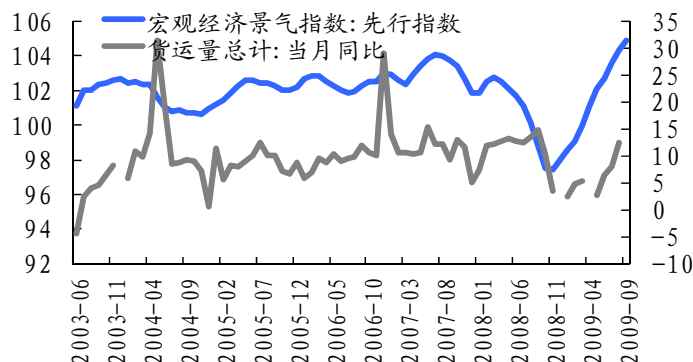


图 107: 港口弹性稍小但依旧稳步回升

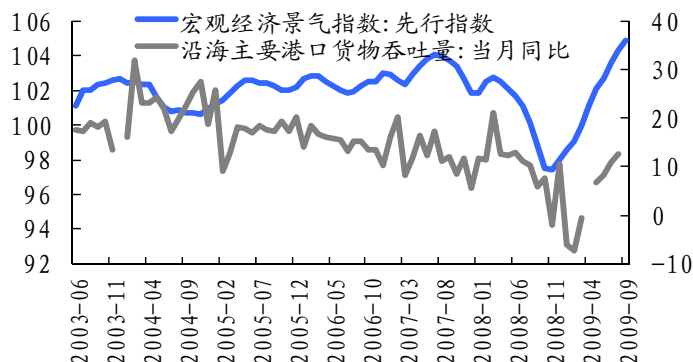


图 108: BDI 同比飙升缘于粗钢产量的暴增

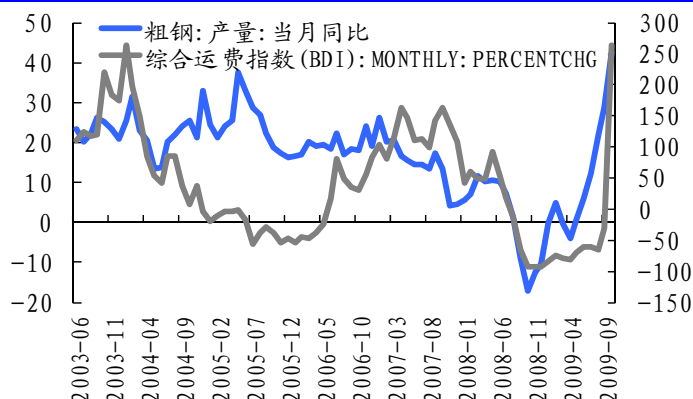


图 109: 成品油价再次上调，成本压力加大

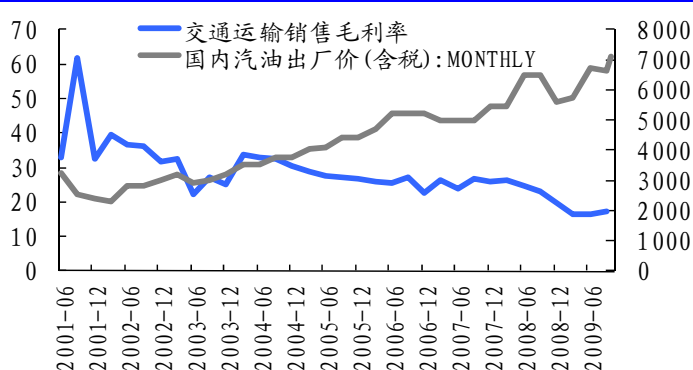
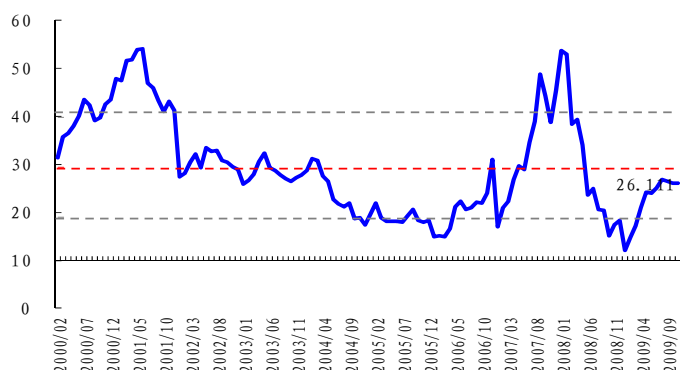


图 110: 交运股最新 PE26.11 倍，接近历史均值水平



化纤 低配 配置比例: 0.28% 基准比例: 0.54% 上月评级: 平配 配置比例: 0.52%

模型因素	宏观驱动	中观跟踪	市场情绪	短期动量	估值对比	促发事件	总分
得分	3.00	3.00	2.67	5.00	1.00	3.00	2.93

化纤行业由于下游纺织仍然在底部徘徊, 压制化纤价格继续上涨, 在油价上涨的大背景下, 只有涤纶和 PTA 价格有不错涨幅。预计未来纺织的恢复还需要时日, 对化纤原料的需求还在恢复之中。同时, 产品价格的上涨是成本推动型的, 在需求面不能保证的情况下, 化纤又将面临两头积压的处境, 盈利空间有缩小趋势。目前的化纤行业的价格剪刀差已有明显下降。

化纤最新 PB4.3 倍, 显著高于历史平均水平, 并无估值优势。

图 111: 化纤价格只有涤纶和 PTA 有不错涨幅

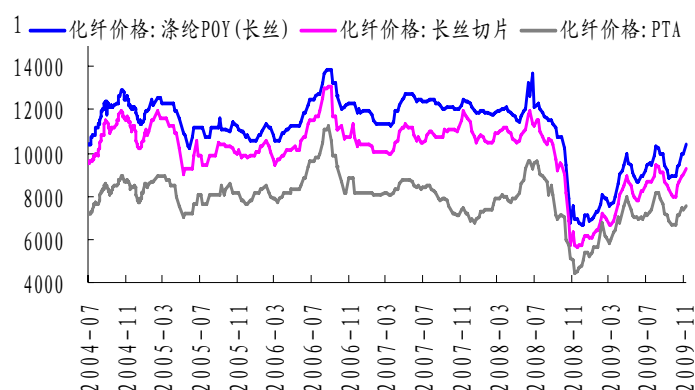


图 112: 剪刀差继续下降对化纤行业有不利影响

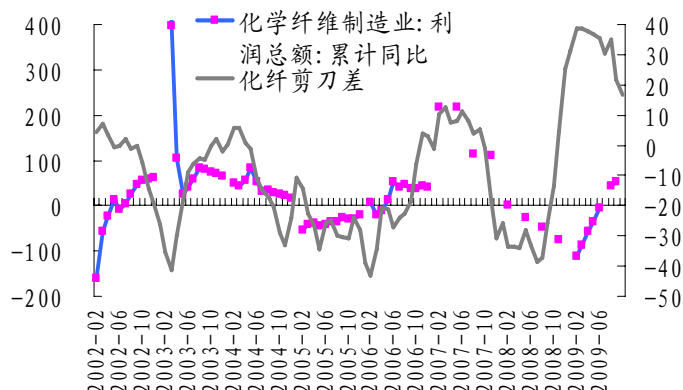


图 113: 下游纺织品出口恢复力度依然很弱

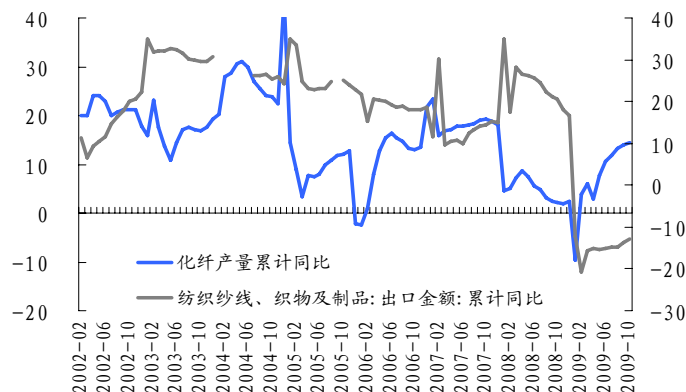
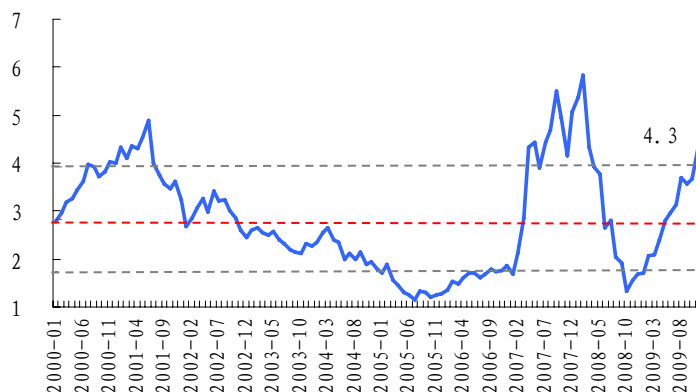


图 114: 化纤最新 PB4.3 倍, 显著高于历史平均水平



电力 低配 配置比例: 0.6% 基准比例: 3.8%

上月评级: 低配 配置比例: 1.9%

模型因素	宏观驱动	中观跟踪	市场情绪	短期动量	估值对比	促发事件	总分
得分	2.00	2.75	2.00	2.00	2.00	2.00	2.19

前期销售电价的上调让电力股火了一把。其中不乏非理性因素：销售电价上调是因为挽救电网的亏损状况，而不是为上网电价上调预留空间。

比上网电价提升来得更早，也更为实际的是煤炭价格的上涨。于是我们看到这样一种矛盾的情况：一方面是工业生产加速和低温天气带来的发电量上升；另一方面是动力煤因国际能源涨价、国内需求旺盛和山西煤炭业整合持续而上涨，并侵蚀了发电毛利。

图 115: 发电量随经济回暖增长无疑

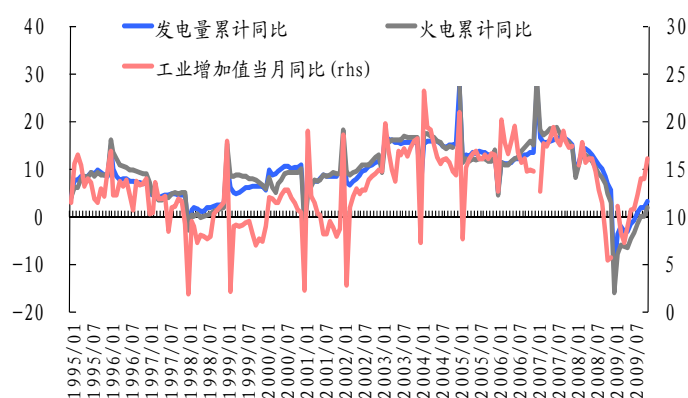


图 116: 上涨的煤价将侵蚀发电毛利

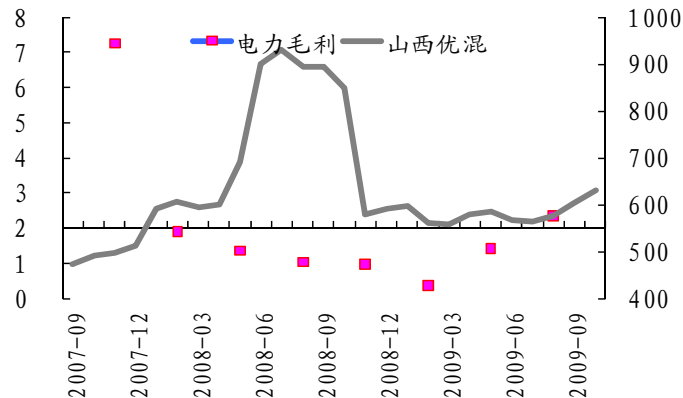


图 117: 如过通胀进入高位，电价会受抑制

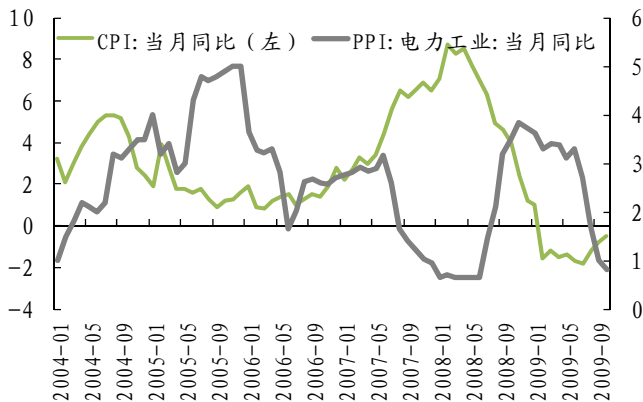


图 118: 电力股最新 PE25.21 倍，接近均值水平

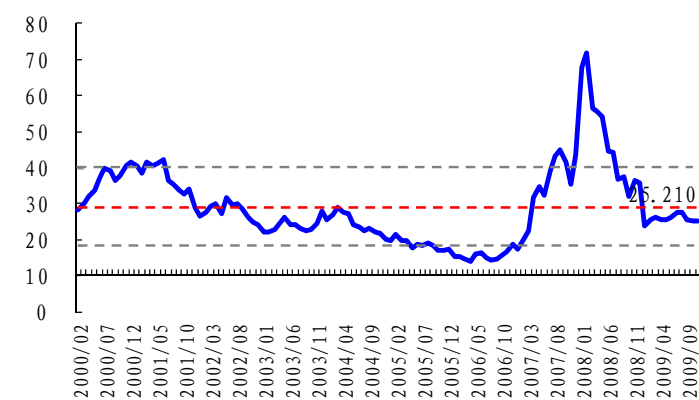
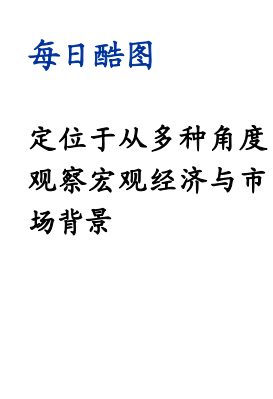
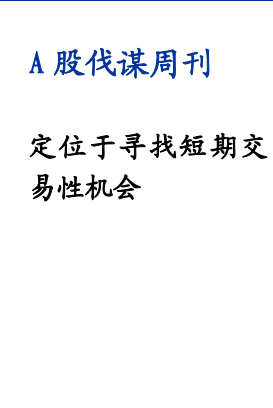
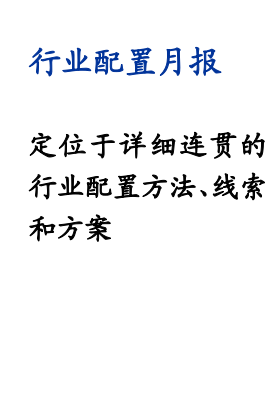
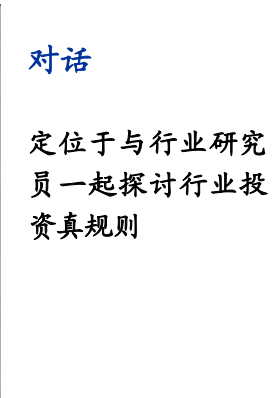


表 7: 各行业下月促发事件:

行业分类	促发事件描述	对行业影响力	发生概率	综合得分
石油石化	天然气调价	中	发改委非正式表态不年内不调价	3.3
煤炭	2010 年合同煤价格敲定。估计上涨 5-10%	利好合同煤占比较大的企业, 但涨价幅度在市场预期之内	大	3.5
钢铁	国家兼并重组条例出台	中期有利于行业产能控制	较大	4.0
建筑材料	各省淘汰落后产能计划披露	有利于进一步缓解市场对行业过剩产能的担忧	大	4.0
电气设备	电网公司 2010 年投资计划出台。哥本哈根会议	电网公司投资计划对行业影响较大。哥本哈根可能进一步推升低碳经济概念	大	4.0
电子硬件	12 月份经济工作会议可能涉及科技行业引领中国经济可持续发展, 未来不排除相关配套政策的提出	可能进一步推升相关投资概念	中	3.5
交通运输	今年提前到来的雨雪天气对地面交通形成干扰。	中大	大	2.5
医药生物	基本药物目录扩展	对进入扩展目录的公司影响较大	大	4.0
餐饮旅游	海南旅游岛的获批	小	大	3.5
广告传媒	有线电视提价	大	中	4.0
商贸零售	传统节假日消费高峰(预期已有反应)	中	大	3.3
房地产	月底中央经济工作会议, 政策应该不会比预期更差	大	中	3.3
证券信托	融资融券、股指期货推出	大	小	3.5
公用事业	2010 年合同煤价格敲定。估计上涨 5-10%	对火电企业不利	大	2.0

国泰君安策略产品系列

全球策略周报 SIGNAL in Noise 定位于洞察与辨别影响全球资产配置的主要变量		每日酷图 定位于从多种角度观察宏观经济与市场背景	
A股季度策略 定位于为A股市场趋势、投资主题和行业配置提供远见		A股伐谋周刊 定位于寻找短期交易性机会	
策略专题系列 定位于宏观经济和证券市场某一面的最深度研究		行业配置月报 定位于详细连贯的行业配置方法、线索和方案	
小盘股策略 定位于中小板和创业板公司的成长发现者		对话 定位于与行业研究员一起探讨行业投资真规则	

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为国泰君安证券，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安证券股份有限公司

上海

上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层

邮政编码: 200120

电话: (021) 38676666

深圳

深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层

邮政编码: 518026

电话: (0755) 23976888

北京

北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层

邮政编码: 100140

电话: (010) 59312799

E-MAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com